全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

10+ TIMES / 5 YEARS

价值投资经典战例之中国恒大

正合奇胜 著

一个真正的价值投资者，
凭什么认为净负债率一度超过400%的
中国恒大是家好公司？
即便外资投行长期唱空，
也能坚定持有其股票超过5年，
并最终获得了10倍以上的投资收益！

清华大学出版社
北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



10+ TIMES / 5 YEARS

清华大学出版社
北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

内容简介

市场上关于价值投资理念的图书多如牛毛，而讲述大型实战案例的则凤毛麟角。读者即便理解了价值投资理念，在实战中往往也不知如何下手。本书以恒大集团在我国香港的上市公司中国恒大(HK.3333)为实例，深入浅出地讲解价值投资理念和方法是如何具体运用并取得丰厚回报的。

全书分为上下两篇：上篇以第三人称口吻，中立地讲述恒大集团如何在资本市场的长期唱空、做空中发展壮大，创业22年就进入世界500强前200名，并取得全行业利润第一的；下篇则从第一人称的角度，详细介绍作者是如何发现以恒大为代表的龙头地产股这十年一遇的黄金机遇，并充分把握、实现财务自由的。本书的读者对象主要是对股票价值投资感兴趣的投资者，同时也可作为高校企业管理及金融相关专业的教学案例。事实上，本书的上篇就是一个完整的案例，下篇可作为参考答案。

一句话宣传语：复盘5年10倍股操盘过程，5年时间，作者的总投资收益是22倍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前言 PREFACE

一、为什么要写这本书？

因为有一个绝好的剧本。

中国有这样一家白手起家的民营企业，仅用20年时间就后来居上，于2016年成为全球规模最大的房地产企业，并首度进入财富世界500强，至今已跻身前200位；规模问鼎之后，这家企业华丽转身，追求规模和效益并重，很快又于2018年成为行业利润总额之王；依托地产主业，该企业还积极布局文化旅游和健康养老两大领域，凭借堪比迪拜棕榈岛的中国海南海花岛、遍布全国的15个童世界主题乐园、博鳌国际医院及数十个养生谷等拳头项目，有望成为两大万亿级新兴产业的国内翘楚；这家企业还十分热衷社会公益事业，投资足球实现奇迹，豪取中超七连冠、两度称雄亚洲冠军联赛；精准扶贫不遗余力，累计投入上百亿元，志在帮助贵州省毕节市7县3区近百万贫困群众实现稳定脱贫；2018年，在“中国制造2025”和中美贸易摩擦的大背景下，这家企业不畏艰险，又以大手笔投入新能源汽车产业，开启了振兴民族汽车工业的新征程！

中国还有这样一家以内地房地产为主业的香港上市公司，首次IPO就因2008年全球金融风暴而搁浅，差点儿因现金流断裂而成为“顺驰第二”；2009年二次上市成功后不主攻经济发达的一二线城市，反而逆势深耕资本市场不看好的三四线城市；2012年，该公司遭遇美国专业做空机构的突然袭击；2013年起，该企业大举发行永续债，回归一二线城市拿地，短短三年内净负债率一路飙升至骇人听闻的432%；正业之外，这家企业“盲目多元化”搞矿泉水、粮油巨亏五十亿收场；参与万科、宝能股权之争净亏七十亿出局；曾因广告合同违约门被质

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

疑缺乏契约精神；曾因“炒股割韭菜”被保监会处罚；上市多年来，这家企业常年被外资投行集体唱空，成为国际对冲基金用来对冲中国房地产行业系统性风险的做空工具。

颇具戏剧性的是，上面两段文字描述的其实是同一家企业的正反两面。更具有讽刺意味的是，这家被资本市场常年唱空、不懈做空的内地民营企业，其股票竟然在2015年至2017年涨了足足十倍，使海外对冲基金净亏百亿港元！这家颇具争议的企业就是恒大集团。恒大集团在香港联交所整体上市，股票名称“中国恒大”，代码HK.3333，在2016年6月之前曾用名“恒大地产”。

二、为什么由我来写这本书？

因为我是资本市场中最先大张旗鼓地发掘恒大这匹千里马的伯乐。虽然我是从2013年1月才开始研究恒大的，但对其一见钟情，将其视为中国不可多得的优秀企业。在深入研究一年半之后，我就开始公开预言恒大是“可预见的十倍股”。到2015年12月31日，在股价当年已经翻倍的情况下，我在雪球网发表了专栏文章《三年价值投资总结》，文中明确写道：“我预测，2015年至2017年，我将在恒大地产上享受十倍收益。”

最终，我真的在中国恒大这只股票上接近满仓地获利十倍以上，还直接影响了成百上千名投资者共同分享了这场饕餮盛宴。从2013年至今，我先后在新浪微博和雪球网上发表了近2000篇与恒大等地产股相关的文章，完整而公开地记录了这段价值投资的全过程，其中包括点击量超百万次的《呆会计自测37题！你是“地产股呆会计”吗？》等含金量颇高的技术帖。我的分享虽然不足以影响股价走势，却澄清了资本市场对地产行业和地产企业的误解和偏见，揭示了财务报表掩盖下的房地产开发业务真相，至少使数以千计的投资者认识到以恒大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为首的多家强势地产股被严重低估的事实，并参与到这些股票长达数年的价值回归进程中来。

2014年年中至今，中国恒大、融创中国的股价都取得了复权10倍以上的涨幅，碧桂园、万科A的累计涨幅为300%~500%，另有一批行业二线龙头股也上涨了100%~200%。然而，在我看来，过去几年只是这些强势地产龙头股价值回归的上半场，尽管涨幅巨大，地产板块仍然是整体最为低估的行业板块，无论是绝对还是相对。因此可以说，地产龙头股的价值回归是近些年内地和香港股市中难得一见的系统性大机遇，错过是非常可惜的，就如同在一二线城市打拼多年却没有买房。

而这个机遇的出现，正是由资本市场的群体性错判所致。首先，从2012年开始，市场空间增速放缓、调控不断加码，使得房地产行业被大部分境内外投资者当成了夕阳产业，纷纷抛弃，直接选择不投、不听、不看。其次，关注地产股的境外评级机构、国际对冲基金、部分财经媒体、部分雪球大V普遍犯下了“呆会计”的错误，他们颇懂会计，却不能正确地结合房地产底层开发业务来进行分析，而是直接在房企的合并报表中加减乘除，计算出很多带有误导性的财务指标，得出的结论后来被证明不是误解就是偏见，既误导了别人，又误导了自己。最后，绝大多数香港外资投行和少数内地券商的地产分析师作为最专业的群体，本应为投资者挖掘多只大牛股，却错用NAV（Net Asset Value，净资产价值）法对高速成长的内地龙头房企进行估值，过分谨慎地看待房企的债务和杠杆，过于机械地看空三四线房地产市场，无视强势龙头房企在企业家、企业战略、企业文化、执行力等方面的软优势。说到底，他们就是对中国宏观经济缺乏信心，对房地产行业的研究不接地气，对部分积极进取的强势民营房企存在偏见。

当然，是人都会犯错误，在这个问题上出现误判，不妨碍在其他领域还是专家。历史的发展也有偶然性，事后证明是错误的并不代表当初的逻辑一无是处。因此，本书本着对事不对人的原则，对雪球网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上部分观点有很强代表性的大V使用了化名，这些大V其实个个都有过人之处。在投资中国恒大的过程中，我本人有时也“屁股决定脑袋”，预测过于乐观最终被打脸，有时还无理搅三分，这些在书中也都做了自我检讨。

三、本书与其他价值投资著作有何不同？

我读过不少价值投资方面的书籍，基本都是在讲述价值投资理念和方法的过程中，穿插了众多零散的小型案例。读完之后，读者往往会对书中所讲理念无比认同，但对于具体如何在实战中运用还是没有完整直观的感受。就如学习一套搏击术，师傅一招一式地示范并讲解要领，你也都记住了，能从头到尾地演练出来，但出去与人实战对打还是心里没底。

而本书则以一个有血有肉的大型价值投资实战案例为主线，展现资本市场多空双方真实而残酷的利益搏杀，并将价值投资理念和方法穿插其中。读者阅读本书，仿佛身临其境，旁观同门师兄弟如何以本门武功在战场上与敌人生死肉搏。

本书不会使读者产生“价值投资很好学”的错觉，而是会使读者深刻地体会到：价值投资知易行难，需要超过十年的知识、技能、经验、阅历的积累，并无速成的捷径。当然，有悟性的投资者，往往可以从别人的失败中吸取教训，而不必拿自己的真金白银试错。

四、本书的主要内容

本书是一个大型价值投资实战案例。全书分上下两篇，上篇介绍案例的背景资料，下篇给出案例的参考答案。

《上篇：中国恒大，被做空的十倍股》大体按照时间顺序来叙述中国恒大这家企业23年的发展历史，同时原汁原味地呈现资本市场多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

空各方在不同时期、对不同事件的主流观点，或针锋相对，或一边倒。为保持案例背景的中立性，使读者能够独立思考、自主评判，在上篇中，我全部以第三人称叙事，以真实再现历史公开资料为主，尽量避免加入我个人的态度和观点，不对有关各方进行歌颂或者批判。

上篇围绕许家印白手起家、艰苦创业、历经磨难、制定战略、把握市场机会，把恒大的房地产主业快速做大做强，终成行业规模之王、利润之王这一故事主线展开，依次加入了对赌战投、上市搁浅、贵人援手、投行恩怨、香橼做空、永续债争议、配股事故、股灾回购、万宝之争、重组承诺、股价暴涨暴跌等一个个精彩绝伦的资本故事。在房地产主业之外，本书还详细讲述了恒大在投资足球、做矿泉水、精准扶贫等方面的成败得失，并专门介绍了恒大集团在文化旅游、健康养老、新能源汽车及金融等领域的多元化探索和布局。

《下篇：价值投资，颠簸的财务自由之路》则以第一人称、多头立场，大体按照价值投资的逻辑步骤，分享我投资中国恒大六年半的心路历程，并穿插具体的投资理念和方法。

一个能称得上经典的价值投资战例，往往从识别出一家未被市场认可的好公司开始。作为一名毫无房地产相关从业经验的投资者，我是如何在资本市场一致看空的情况下把恒大认定为好公司的？价值投资者可以不预测宏观经济趋势，但必须对所投资的行业有深刻的理解。那么，房地产业是一个好行业吗？

绝大多数在地产股上出现严重错判的专业投资者都犯了呆会计的错误，本书将会详细地告诉读者，他们具体错在哪里，正确答案是什么，怎样做才不是呆会计。只有看穿房地产报表背后的业务真相，你才能真正理解恒大等龙头房企为什么敢于高负债、高杠杆发展，他们又是通过实施哪些竞争战略、获取哪些竞争优势，来使得看似激进的高负债、高杠杆实际上有惊无险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

只有在全面、深刻、正确地理解一家企业的基础上，价值投资者才能靠谱地评估企业的内在价值。企业的内在价值并非一个确定的单点，而是一个模糊的范围。本书在大致介绍主流估值方法后，将奉献出一款经我改良的、简单实用的估值模型，并配以具体实操案例。

做出了股票估值，我们就可以根据既定的原则和策略买入、持有和卖出了。我会列举在长期持有过程中遇到的各种噪声干扰，讲述在2015年恒大地产“过山车”行情中经历的大喜大悲，描绘在2017年中国恒大5倍暴涨过程中多空双方的众生百态。全书的最后，分享一下，我实现财务自由之后的心态变化。

读完本书，资深的价值投资者可以把能力圈和股票池拓展到房地产行业，可以意识到龙头地产股的低估机会，可以收获恒大这家不可多得的杰出企业，还可以避免成为某个行业的呆会计。对价值投资初学者来说，通读本书，既能学习到价值投资的一般性理念和方法，也能见识到具体操作层面的模型和案例，还能了解到一系列诸如IPO、配股、分红、回购、举牌、并购、反并购、重组、拆分、业绩承诺、战投、对赌、股权激励、行权、做空、逼空、窝轮、永续债等资本市场常见概念。

最后声明：本书内容不作为投资建议，任何由此引发的投资行为，后果自负。

作者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目 录

内容简介
前言　PREFACE
上篇　中国恒大，被做空的十倍股
第一章　艰苦创业，蓄势待发
一、从贫寒少年到车间主任
二、扔掉铁饭碗，南下闯深圳
三、离开中达，创办恒大
四、管理模式和产品战略
五、三年再造二十个恒大
第二章　走向全国，香港上市
一、借鸡生蛋，对赌战投
二、省会城市大举拿地
三、人才储备与文化、制度建设
四、天有不测风云，首次上市失败
五、贵人郑裕彤，援手度危机
六、二次上市终获成功
第三章　拓展三线，体育营销
一、三四线，快周转
二、恒大女排开启体育营销
三、恒大足球（上）：强势抄底，放出卫星
四、香橼做空报告突袭恒大
五、强硬反击，虽远必诛
第四章　回归一二线，跨越大发展
一、八年再造六个恒大
二、回归一二线
三、配股、不派息、补派息
四、恒大式回购与高派息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

五、永续债的股债之争
六、恒大足球（中）：问鼎亚洲，启动青训
七、恒大冰泉（上）：横空出世，高举高打
第五章　争夺定价权，股价过山车
一、股市疯牛，恒大暴涨
二、恒大股债的定价权之争
三、大抄底：48天上100个项目
四、配股事故，单日暴跌27%
五、狂揽超五星大项目
六、股灾中重启恒大式回购
七、恒大到底差钱不差钱
第六章　20周年问鼎行业冠军
一、20周年庆，世界五百强
二、规模赶超万科
三、永续债是利剑还是毒品？
四、精准扶贫（上）：3年30亿帮扶大方县
五、举牌银行，控股保险
六、恒大冰泉（下）：巨额亏损，涅槃重生
第七章　引入战投，承诺业绩
一、从“规模”向“规模＋效益”转型
二、引入战投，重组深深房
三、分拆重组早有征兆
四、化解万科股权之争
五、市场不相信业绩承诺
第八章　2017，股价井喷
一、里程碑：花旗翻多
二、利空出尽，回购重启
三、神秘买家导演逼空行情
四、年度涨幅458%雄冠港股
五、大幅超额完成业绩承诺
第九章　多元发展，时代担当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一、精准扶贫（下）：饮水思源，不忘初心
二、恒大足球（下）：为振兴中国足球而奋斗
三、恒大旅游：抓住孩子
四、恒大健康：瞄准老人
五、新能源汽车，迎接新挑战
下篇　价值投资，颠簸的财务自由之路
第十章　恒大为什么是好公司
一、好公司，一见钟情
二、知己知彼，百战不殆
三、好公司的“护城河”
四、地产行业中的华为
五、被好公司深度套牢
第十一章　房地产为什么是好行业
一、关于房地产的第二层次思考
二、房价是如何决定的
三、2015年之后为何房价又翻倍
四、什么是好行业
五、房地产才是中国最好的行业
第十二章　你是地产股呆会计吗（上）
一、呆会计
二、地产股呆会计37题
三、单个地产项目公司的财务模型
四、多项目地产企业的财务模型
第十三章　你是地产股呆会计吗（下）
一、房企被严重低估的存货资产
二、土地增值税对利润的影响
三、利息资本化与投资物业重估
四、为什么房地产企业就该高负债
五、毛利和净利的口径与解读
六、永续债“藏”了恒大200亿元利润
七、缺钱的恒大为什么大手笔分红回购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十四章　恒大地产何以后来居上
一、规模制胜：高负债、高杠杆、高周转
二、恒大地产的成本领先战略
三、低价拿地战略
四、差异化战略
第十五章　多元协同还是多元恶化
一、社会公益与多元发展
二、恒大足球的复盘与展望
三、恒大冰泉的反思
第十六章　恒大值多少钱
一、现金流折现法是一切估值方法的基础
二、市盈率和市净率的正确解读
三、成长股估值泡沫和保守的NAV法
四、我的股票估值模型
五、我对格力电器的估值实例
六、我对中国恒大的历次估值
第十七章　怎样拿住十倍股
一、七折以下买入好公司
二、只在三种情况下卖出
三、长期持有，谈何容易
四、惊悚过山车，汝能持否
五、投资好公司不需要内幕消息
六、暴涨5倍多，汝能持否
七、财务自由之后
后记　POSTSCRIPT

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上篇　中国恒大，被做空的十倍股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一章　艰苦创业，蓄势待发

一、从贫寒少年到车间主任

（一）幼年丧母的贫寒少年

1938年，许家印的父亲许贤高，年仅16岁就参加了革命，当年参军，当年入党，随后参加了抗日战争。1946年，许贤高因伤复员，回到家乡太康县高贤乡聚台岗村务农。1951年，中央政府还颁给许贤高一枚毛主席像章，老人一直以此为荣，珍藏了一辈子。

2018年12月15日、16日，许家印夫妇陪着96岁的老父亲回到河南周口老家太康县，看望父老乡亲。许家印沿途考察了自己多年来捐赠十几亿元为家乡建设的4所学校、1所医院及1个农业基地，并决定再捐赠6.5亿元，进一步支持家乡发展。

许家印和妻子丁玉梅在聚台岗村的自家院子里，和长辈、儿时同伴一起吃忆苦思甜饭——地瓜、黑窝头、煮白菜萝卜、地瓜汤。普通工人家庭出身的丁玉梅感慨道：“35年前和许家印回家结婚时，村里那个穷啊，现在变化真大。”

“对于贫困，我有深刻的体会。”在2017年5月14日恒大集团帮扶乌蒙山区扶贫干部出征壮行大会上，许家印也曾回忆道：“我生在河南豫东的一个最穷的地方。在我一岁零三个月的时候，母亲得病，没钱看病，没地方看病，就这样走了，我就成为半个孤儿。我是吃地瓜、地瓜面长大的，从小到大，穿的、盖的补丁摞补丁。读小学的时候，村里面有几间破草房，课桌是用泥巴糊的长条台子。下雨天外面下大雨里面下小雨。读中学的时候，离家比较远，每星期背个筐去学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

校，筐里面装的是红薯和红薯面做的窝窝头，再加一个瓶子，瓶子里装的是盐、一点葱花和几滴小磨油，这就是一周的口粮。一日三餐，每餐吃一个地瓜和一个窝窝头，喝一碗盐水。到了夏天，天很热，窝窝头放了半天就长毛，洗洗再吃。”由奶奶抚养长大的许家印，若干年后曾私下坦言，自己独立、倔强、不怕失败、不畏挫折的性格，应该和从小就缺少母爱有很大关系。

许家印摆脱贫困的梦想始于第一次去太康县城。那个年代，大山里的交通异常不便，人们只能靠两条腿走南闯北。所以，在许家印年少的时候，村子里如果有谁去过一趟太康县城，都是一件值得自豪的事。乡村学校为了让学生们开开眼界，每年都会组织初一新生到县城游玩，这项规定几乎成了学生们努力考初中的动力。村子距离县城40多里地，一去一回需要两天时间。当时学生穷，学校也穷，所以80多里路全靠步行，晚上只能睡在马路边。县城宽阔平坦的马路、整齐的楼房、新奇的自行车都让村里来的新生兴奋不已。见识了城乡巨大差异的许家印，从此将离开农村作为最热切的人生理想。

凭着一家人省吃俭用，许家印一直读完了高中。在学校时，利用学工学农的时间，许家印学会了开拖拉机。但高中毕业后两年，许家印一直没有找到离开农村进城的机会。当时，他有个邻居的舅舅在周口市公安局工作，他曾写信求助，说自己高中毕业，会记账，会开拖拉机，希望对方能帮他在城里找份临时工，但这封信寄出后就石沉大海。

在农村工作的两年里，他几乎做遍了所有的农村活儿，下地锄田、开拖拉机、扶犁耕地、当大队保安等。因为文化程度高、心态好，经常协助生产队长做些辅助工作，甚至还做表率揽下人人都不愿意干的“掏大粪”的活儿。

（二）高考改变命运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1977年，国家恢复高考。许家印听到消息马上报名，但因为仓促应战，第一年名落孙山。出考场的时候，数学老师问他：“考咋样呀？”许家印急得满头大汗：“别提了陈老师，我啥也不会。”

第二年，为了更好地复习功课，许家印决定回到学校专心攻读。找不到宿舍住，他就在学校附近找了间没人住的破屋，稍稍收拾了一下就开始了一年的苦读。那段时间，许家印不但住得差，吃得更差，一米八的个头，竟然瘦到不足100斤。

功夫不负有心人，1978年，复习了一年的许家印终于考上了武汉钢铁学院（现武汉科技大学），在人口达1000万的周口市，他的成绩位列前三。他也收到了父亲允诺的一份珍贵礼物——梅花表。为了确保自己能走出农村，许家印在选专业时特意挑选了冶金系的金属材料及热处理专业，因为学了这个专业，再差也能当个炼钢工人。

“考上大学没有钱读书，没有钱吃饭，是每个月国家给予的14块钱助学金，支撑日常生活，使我读完了大学。”许家印回忆说：“在武汉上大学时，唯一奢侈的消费，就是吃学校旁边一毛钱一碗的热干面。为了这一毛钱，我还挨过老师的批评：‘你是吃助学金的人，还吃这么贵的东西！’”

在大学当班干部的经历，锻炼了许家印的领导能力，培养了情商。为了成功当选班干部，许家印有策略地选择竞选卫生委员。他觉得这是件苦差事，竞争压力小，城里的学生不太热衷，而他这个什么农活都干过的农村青年完全能够胜任。不出所料，许家印如愿当选。但大学生自视为高级知识分子，不太愿意参加大扫除这样的体力活儿，于是许家印一方面身先士卒、以身作则，另一方面软硬兼施、宽严相济，同学们也就不好意思偷懒。有一次，郎平率领的中国女排夺得了冠军，同学们疯狂庆祝，点燃了扫帚当火把。许家印没有扫大家的兴，事后身为卫生委员的他受到了老师的批评，觉得不好意思的同学们日后更加积极地配合他的工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（三）钢铁厂车间主任

1982年，许家印从武汉钢铁学院毕业后，被分配到河南省平顶山市舞钢市（县级市）的舞阳钢铁公司工作，这家四面环山的大型国有企业离许家印的家乡周口太康县不到300公里。许家印当初选择报考武汉钢铁学院的初衷就是跳出大山，离开农村，到城市中心或者周边的钢铁厂工作，这个分配结果虽然使他摆脱了农民身份，却只是从一个山沟沟到了另一个山沟沟。

在家磨叽了一个月，满心不情愿的许家印最终还是去舞阳钢铁公司下属的轧钢厂报到了。既来之，则安之，许家印下决心打起精神，从头做起。作为第一个被分配到轧钢厂的大学生，许家印理所当然成为轧钢厂的宝贝，但他主动申请下到与所学专业对口的热处理车间工作。这一干，就是10年。在这里，许家印认识了妻子丁玉梅并生下两个儿子。丁玉梅出生在普通工人家庭，受过良好的教育。此后几十年，丁玉梅一直在幕后默默支持许家印，十分低调，以至于网上有人捏造出一位姓杨的许太和一个女儿，着实令人啼笑皆非。

下车间不久，许家印就被厂领导委任为热处理车间的主任助理，协助车间主任抓生产、抓管理。第二年，许家印升迁为车间副主任。第三年，随着原车间主任晋升副厂长，许家印也升任热处理车间主任，独立管理300多人的庞大队伍。在回忆这段工作经历时，许家印说："当时，我是一个工作狂人，在做车间主任的7年时间里，没有休息过一天，甚至大年三十都会跑到车间里。"10年车间历练，为许家印日后创办恒大积累了管理经验。

许家印对车间的管理具有两个特点：一是规范制度，从严要求；二是恩威并施，努力提高工人福利待遇。下车间不到两个月，许家印就制定了生产管理意见300条，并努力将这些管理制度固化下来。例如，当时很多值夜班的工人爱打盹，存在比较严重的安全隐患。无奈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

之下，许家印提出“150度考核法”，当值班人员身体打开幅度超过150度时，便定性为上班睡觉，就要罚款。此法的实施，杜绝了值夜班打盹现象。在严格管理的同时，许家印想尽办法让工人得到更好的福利和更多的实惠。比如，热处理车间没有洗澡房，许家印就用废弃钢板焊了一间洗澡房。车间工人完成一天的工作后，能洗个热水澡再回家，非常舒坦。再如，轧钢厂的有些客户买了钢板后因没有切割设备而无法切割，他就组织车间的技术人员帮助对方切割，挣一些劳务费，给工人发点福利，但他自己从不参与福利分配。因此，工人们都对许家印非常感激，都乐于接受他的管理，工作效率大幅提高，组织气氛也十分活跃。

二、扔掉铁饭碗，南下闯深圳

（一）民企打工历练

1992年1月，已经88岁高龄的邓小平第二次视察深圳经济特区，发表了重要谈话，掀起中国新一轮改革开放的热潮。一石激起千层浪，仅1992年当年，全国至少有10万名干部下海经商，其中就包括34岁的许家印，他后来说：“我在舞钢工作10年，当了7年的车间主任，总是不提拔，我肯定要走。”受到邓小平南方谈话鼓舞的许家印，毅然放弃了舞阳钢铁公司处级干部的铁饭碗，怀揣着工作10年攒下的两万元积蓄，只身南下深圳闯荡。

刚到深圳没地方住，许家印就在朋友家的走廊里住了三个月。为了找工作，许家印写了一份长达30页的简历，把自己过去10年的工作经历都写在上面。结果半个多月过去了，投出去的简历如石沉大海。一位朋友对他说：“不是你才能不够，而是你那份简历太厚了，谁有功夫看你的长篇大论啊。”他随即把简历缩减到两页，很快就有三家公司愿意聘用他。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在这三家公司中，他选择了一家叫“中达”的贸易公司。“我选择中达，是因为看中了这家公司老板的才智和胆略。”许家印后来说：“从第一眼看到老板时，我就觉得自己遇上了好老板。后来我真的从他身上学到了很多管理公司的经验，我非常非常感谢他。”

在中达公司，从业务员做起的许家印谦虚低调，一切归零，逢人就叫师傅。依靠之前的人脉，他很快为公司揽到一笔生意，赚了10万块钱，工作三个月就被老板提拔为办公室主任。许家印的居住条件也得到了改善，公司把一个不到四平方米的闲置厨房给他当卧室用，住了一年。

一年后，看好珠三角地区地产建筑业的许家印，主动建议老板和舞阳钢铁公司合作，从事钢材贸易。老板欣然接受，在中达旗下注册了一家名为“全达”的子公司，交给许家印打理。由于缺乏流动资金，全达的业务并无起色，许家印凭借自己的公关和游说能力为公司申请到一笔2000万元的贷款。在管理上，为激励全体员工，许家印采用了“双薪”制度，除每个月足额发放工资外，年底再发12个月工资。他认为，给员工多发10万元，员工就会为公司多创造100万元的利润。有流动资金、有激励制度，全达的业务蒸蒸日上。

（二）珠岛花园，小试牛刀

1994年，许家印意识到，广东经济的快速发展，必然会带动当地房地产业的快速兴起。经过深思熟虑，许家印向中达老板建议进军广州房地产市场。原打算派许家印去长春做项目经理的公司老板很快采纳他的建议。于是，当年国庆节，许家印带上一辆小汽车，与一名司机、一名出纳、两个员工，总共5个人，从深圳来到广州，开始了房地产开发生涯。然而此时，许家印还是个纯粹的房地产门外汉，他后来说：“当时，我连什么是容积率都不懂，是一边学一边干起来的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

很快，许家印在广州注册成立了广州鹏达实业有限公司，并出任总经理。办公司需要钱，在中达老总的支持下，许家印将之前在全达公司申请的2000万元贷款中尚未动用的1500万元，划到了鹏达公司作为启动资金。5个人在城中村租了一套三室一厅的民房，白天作为办公室，晚上就是5人的住处。为了便于洽谈业务、显示实力和对客户尊重，公司还在一家星级酒店租了一个套房。不久，在热心人的帮助下，许家印的5人团队，通过相关渠道收购了一家公司，取得了一个名为珠岛花园的地产项目。

在珠岛花园的项目策划阶段，许家印几乎跑遍了当时广州所有新建楼盘，发现80%以上都是大户型，由于总价高让许多购房者望而却步。许家印决定反其道而行之，为珠岛花园制定了“小面积、低价格”的产品策略，一期开发的几百套房子几乎全是小户型。差异化的产品策略收到了奇效，项目开盘半天就被抢购一空，在广州楼市轰动一时。

项目实施过程中，最大的难题就是盘活资金链，为此，只能向建设速度要效益。“快点，快点，再快点”成为项目开发的主旋律和许家印的口头禅。在许家印的不懈努力下，项目开发需要盖的108个公章，1995年当年就全部搞定，从而创造了当年征地、当年报建、当年动工、当年销售、当年售罄、当年轰动的“六个当年”地产开发奇迹，被称为“珠岛效应”。许家印团队快速有效的执行力，在这个项目中发挥得淋漓尽致。

三、离开中达，创办恒大

（一）筹备创业

中达老板十分器重许家印，对他开展新业务的建议言听计从，并大胆放手让他干，却忽视了激励制度。珠岛花园项目的成功为中达公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司创造了巨额利润，可许家印等人的工资待遇却没有跟上，这使得许家印萌生了自己创业的想法。他后来回忆说：“假如中达公司给我的年薪是20万元或者10万元，我可能就不会去想自己创业的事情了。因为我知道，凡是创业都是有风险的，而且很艰辛。但每月3000多元的工资，养活家庭都非常困难，怎么让我在中达公司继续干下去呢？”

1996年，具备了房地产开发项目操盘经验的许家印，决定不再打工，自立门户。1996年6月，还在为中达操盘珠岛花园的许家印注册了广州凯隆公司，同年8月受让了广州鹏达公司所持的广州天帝公司股权。1997年3月，广州天帝公司更名为广州恒大实业有限公司，许家印出任董事长。通过企业命名，可见创业者之雄心。恒大集团官网对“恒大”二字的解释是：“古往今来连绵不绝，曰恒；天地万物增益发展，曰大。”

1997年5月1日，珠岛花园二期销售了一半的时候，许家印与中达老板进行了一次促膝长谈。许家印非常感激中达老板的知遇之恩，给了他充分展示自身价值的机会；同时，他也坦率地表达了自己的想法：“人是有价值的，什么样的人，什么样的水平，什么样的贡献，就一定要有什么样的待遇。不然，从管理上来说，是留不住人的。”

谈话之后，许家印正式离开了中达公司，随即又注册了恒大地产有限公司。新创立的恒大地产，是恒大实业控股90%的附属公司，另外10%由广州凯隆公司持有。后来，恒大实业旗下又增加了恒大钢铁、金碧物业等子公司。

截至许家印离开中达公司时，珠岛花园项目累计为中达公司实现利润2亿多元，充分体现了他的价值。此后多年，许家印始终对中达公司的老板满怀感激，每次探望都毕恭毕敬。毫无疑问，在中达的5年，是许家印创立恒大集团的准备期，也是自身历练的关键阶段，其间的收获远远比在舞阳钢铁公司工作10年的收获要多得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果追溯恒大的历史，从1996年6月起就已经注册试运营了，而正式运营则是在1997年6月6日。王石领军的万科早在1988年就进入了房地产行业，此时正在收缩战线，把企业发展的主攻方向集中到房地产业务上。杨国强创办的碧桂园，也已经走过了5年的发展历程。

（二）西樵山会议

1997年3月1日，在广东四大名山之一的佛山市南海区西樵山，许家印召开了第一次全体员工大会，参加人数共20人。在2017年2月的内部讲话中，许家印回忆了这场历史性会议："不能小看这20人的全体会议，恒大发展的战略、目标、文化、管理以及队伍建设等很多重大决策都是在这个会议上决定的。"

首先，会议确定了"质量树品牌、诚信立伟业"的恒大宗旨，"艰苦创业、无私奉献、努力拼搏、开拓进取"的恒大精神，"精心策划、狠抓落实、办事高效"的恒大作风和"规模一流、品牌一流、团队一流"的恒大目标。这些始终出现在恒大集团官网上的铿锵话语，20多年来一个字都没改变。

其次，会议明确了恒大队伍建设的标准。企业的竞争就是人才的竞争，人才是企业生存之本。从恒大成立那天起，恒大就极其重视人才战略，设立极高的门槛要求：工程技术和管理人员必须是大学本科以上学历、勤奋好学的工作狂。其中，应届毕业生必须是名牌大学毕业，社会招聘人员则至少要有5年以上的工作经验，技术岗位则需要8年以上的工作经验。"现在本科生很多了，但在当时来说这个标准非常高。"许家印后来回忆说："正因为当时我们明确了这样的员工队伍建设门槛，高度重视队伍建设，才有恒大今天高素质的员工队伍，以及优秀的领导团队。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再次，制定了恒大从严管理、重奖重罚的各项规章制度3000条，包括与时俱进的激励机制和约束机制等各方面要求。在国有企业和民营企业打工的经历，使许家印深深明白：单靠严格管理是不行的，必须有相辅相成的激励机制。许家印后来在一次内部讲话中说："我们提倡员工无私奉献，这是公司需要形成的一种文化，但是我多次在领导干部会议上，要求各级领导必须关爱、关心员工，员工的福利待遇不能低，各种保障要先行。"同时，在监督约束、预防腐败方面，初创的恒大就成立了监察室，成为恒大组织架构中最老牌的一个部门，一直保留到现在。

最后，会议创立了恒大独特的"目标计划管理"体系。"管理学上，通常目标管理和计划管理是两个独立章节，恒大则将两者合一。所以，恒大的计划都是带有目标性的，恒大独特的目标计划管理是恒大多年来保持高速增长的一大法宝。"许家印说。

应该说，西樵山会议的上述成果，是许家印过去10年国有企业和5年民营企业工作经验的结晶。这些企业宗旨、精神、文化、用人标准、管理制度和方法才是许家印理想中的企业所应具备的。过去，有些想法他已经实践过，比如他在舞钢当车间主任时就规范制度、从严管理，但有些则受到体制或权限等方面的制约难以充分实施，比如对员工的重奖重罚。而在自己一手创办的企业中，许家印终于可以无拘无束地将这些理想一一付诸实践。他这头"狼王"，将要率领一群"饿狼"，以自己的方式开辟属于恒大的疆土！

除了企业文化和管理制度这些"软"成果，西樵山会议还制定了"艰苦创业、高速发展"的第一个"三年计划"，并开始实施以"规模取胜"的发展战略。许家印认为，企业从零开始，要发展壮大，就必须迅速扩大规模，而非一上来就追求利润。要想"恒"，先做"大"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

具体策略上，会议借鉴了珠岛花园项目的成功经验，决定将恒大的产品定位为“小面积、低价格、低成本”，即以小户型普通住宅为主，快速开发，低价入市，薄利多销，人气聚集后再逐步提价。

（三）金碧花园，第一桶金

初创的恒大，不能只讲主义，必须还要有面包，许家印要尽快带领大家赚取第一桶金。毫无疑问，珠岛花园短、平、快的成功经验是一定要复制的，但与三年前刚注册鹏达公司时相比，此时的恒大实业缺少一个关键要素——启动资金。鹏达时期，好歹有从全达公司划拨过来的1500万元可以用来拿地，而白手起家的恒大，却连拿地的钱都没有，怎么办？

为了寻找适合恒大起步的地产开发项目，许家印跑遍了广州，最终看中了位于广州市海珠区工业大道的原广州农药厂地块。当时，海珠区工业大道附近还是工厂林立、污染严重、市政配套落后的远郊区，知名房地产企业都认为这里不适合房地产开发。许家印回忆道：“农药厂是工商银行下面一个企业买去的，搞房地产开发，他们感觉到会有风险，就退掉了，后来我们就接手了。我们想小试锋芒，至少可以借此检验恒大在房地产开发中变劣势为优势的能力。”

许家印看上这块地的主要原因是地价便宜。然而，地价再便宜，对刚刚创业的恒大地产来说，也是一笔巨资。许家印想出一个办法：不压地价，只压付款方式，尽可能分期付款。整块地占地11万平方米，被分成3个子项目分期买入，其中已经拆迁完的第一期约4.7万平方米。这样，一期的总地价款就只有1亿多元，首付款仅500万元。但是，许家印连500万元也拿不出来，就找银行贷款，贷了600万元，付了500万元，剩下100万元当作运营资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1997年6月8日，金碧花园破土动工。8月8日，金碧花园一期正式公开预售，推出了4栋七层高的楼梯房，2800元／平方米的开盘价，吸引了大量购房者前来领号排队。许家印回忆说：“当时不像现在有要求，工程进度要完成三分之二才能卖楼，所以我们建完第一层就开始发售，以小面积、低价格，仅用半天时间就有8000万元的购房款入账。”金碧花园一期创造了广州乃至中国地产史上“八个当年”的奇迹：当年征地、当年报建、当年动工、当年竣工、当年售罄、当年轰动、当年入住、当年受益。

有了现金流的恒大开始注重环境和配套建设。为了消除污染这一关键问题，许家印派人把旧土运走，重新买来新土填上，并种上绿树鲜花，建起了多处绿化景观和当时广州最大的音乐喷泉。环境和配套好了，售价自然也就随之提高。1998年6月6日，金碧花园二期开盘时销售均价涨到了3500元／平方米，252套高层电梯房也在当日售罄。

金碧花园项目的成功是恒大地产发展进程中的关键一步，销售回款一下子就解决了恒大地产的现金流问题。许家印后来感慨道，金碧花园这第一桶金，对他来说是一个难得的机遇。机会抓不住，过去了就过去了。“现在是不可能了，门槛那么高，银行贷款也贷不了。价格是次要的，付款方式才是最重要的，因为起步创业的时候没钱嘛，而且新企业跟银行贷很多钱也是不可能的。当时就是速度快，所以金碧花园就这样起来了，接下来就滚动发展。”

金碧花园项目一边快速滚动开发，一边不断拓展周边土地。经过5次扩地，最终变成占地52万平方米。总建筑面积为200万平方米的大型项目，并且划分成第一金碧花园（包括都市广场）、第二金碧花园（包括碧水闲庭）和第三金碧花园。其中，第一金碧花园又分六期开发，共35栋；第二金碧花园共24栋；第三金碧花园20栋（不包括别墅）。三座金碧花园总共包含18万平方米的园林绿地，8000平方米的中心花园，15个风格各异的主题花园，绿化面积达35%，更有5个超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一万平方米的人工湖，后来被评为“广州市民十大最喜爱楼盘”。整个项目开发历时10年，到2007年才全部竣工交楼。

创业之初，恒大地产的高管队伍经常早上6点下班，9点又接着上班。回忆起当时夜以继日的工作情景，恒大地产一位老员工深有感触地说，当时人人都是“工作狂”，每个人都把工作当成自己的事业去做。工作起来就像打仗一样，没有节假日，不惜一切代价，就是要想尽一切办法实现目标。恒大早期的一位高级管理者回忆，他正是因为在1997年看到恒大整版报纸的招聘广告才决定加入。“当时还没人用整版广告进行招聘，让我感觉恒大很大气。”许家印在第一次面试他的时候就亮出宏大的事业构想，并告诉他，选择恒大就得成为工作狂，必须舍弃一些家庭生活的享受。

经过三年艰苦奋斗，1999年恒大就从2000多家广州房企中脱颖而出，跻身广州地产10强。

四、管理模式和产品战略

（一）三年计划

从恒大实业正式运营的1997年开始，许家印就例行为公司制订“三年计划”。对企业经营来说，除了年度、季度这样的短期工作计划，还有必要制订具有战略导向的中长期计划。长期战略规划往往以5~10年为周期，而中期计划，三年正好。

1997—1999年，恒大完成了发展史上的第一个“三年计划”，主题为“艰苦创业、高速发展”。许家印的团队依靠金碧花园系列项目成功地赚取了第一桶金，并一举杀入广州地产10强。

2000—2002年，恒大完成了第二个“三年计划”，主题是“苦练内功、夯实基础”。期间，公司在陆续开发多个金碧系列楼盘的基础

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上，着力于整合资源、规范流程、提升管理，进一步夯实了发展基础，企业品牌和实力都突飞猛进，并获评广州房地产最具竞争力10强企业第一名。

2003—2005年，恒大完成了第三个“三年计划”，主题为“二次创业、跨越发展”。许家印后来总结回顾时，认为这三年是为恒大集团从广州走向全国市场打基础的三年，也是恒大集团从“规模取胜”战略发展阶段切换到“规模＋品牌”战略发展阶段的过渡时期。

在这三年中，恒大集团先后在管理和运营上启动实施了多项长期重大举措，其中包括“紧密型的集团化管理模式”“精品战略”“标准化运营战略”“普通住宅、豪宅配套”和“全精装修交楼”。

（二）紧密型集团化管理模式

管理模式是企业发展扩张、做大做强过程中的一大根本性战略，简单地说就是集权还是分权的问题，哪些业务环节集权，哪些业务环节分权。缺乏科学完善的管理模式的企业，很容易走向衰落和失败。对房地产企业而言，当只有几个项目时，老板一般亲力亲为，主要环节都会抓在核心班子手里。但当企业发展壮大，项目越来越多、进入的城市也越来越多时，就必然面临集权还是分权的选择。部分地产企业会倾向于分权，将相当大的权力下放给地区公司，地区公司一把手对所辖区域的项目大权独揽，总部除考核监督外，只保留财务、人事调配等权力。分权模式的好处是区域团队积极性高、决策迅速。由于授权充分，总部管理团队也相对轻松，可以有时间爬爬山、跑跑步。但当企业持续高速发展，流程制度还不完善时，分权模式也会有一些缺陷，具体表现为：规模效应被弱化；各区域发展会越来越不均衡，两极分化；权力缺乏监督容易滋生腐败；容易发生局部事故，引发管理失控，等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从2003年起，恒大就开始探索“中央集权”模式，即所谓“紧密型的集团化管理模式”，这个模式在恒大延用至今。恒大的紧密型集团化管理模式，不但由集团总部制订和管控企业大的发展方向、战略和目标计划，而且所有分公司在上马项目、规划设计、材料供应、招投标、预决算、工程管理、质量管理、销售、交楼等各个关键节点均由集团总部直接、严格把控。而地区分公司，主要按照总部制定的流程制度实施落地。对此，可形象地比喻为，大脑的职能基本都集中在总部，地区公司、项目公司相当于四肢和手脚。

当然，中央集权管理模式在克服了分权模式缺陷的同时，也会有自己的问题。比如，决策链条长，容易贻误战机，区域执行人员缺乏创造性发挥的空间等。所幸，许家印本人就是个工作狂，他招聘的员工很多也被他带成工作狂。为了提高决策响应速度，恒大总部经常通宵开会抢时间，并在流程制度上规定了总部审批的时间限制。

许家印后来总结道，紧密型的集团化管理模式确保了恒大向全国高速拓展过程中实现成本控制和质量管控，更重要的是确保了恒大在高速增长过程中，发展方向正确，管理不滞后，规避了不必要的风险。许家印甚至认为，恒大能从广州一个城市拓展到全国上百个城市，发展成这么大的企业，首先归功于当初在确立管理模式时，选择了一条正确的道路。可以说，没有紧密型、集团化的管理模式，就没有后来辉煌的恒大。

（三）精品战略

2004年，有业主投诉金碧世纪花园中心广场粗制滥造，出现严重的质量问题。许家印得知这一情况后，随即将公司相关人员召集到现场。初步查明出现质量问题的原因后，许家印当众宣布将多名渎职的中层干部开除，与之相关的公司高层领导连降三级工资。5月1日，许家印又当着全体业主的面，指令公司下属的施工队工人找来大锤，当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

场砸毁了造价上千万元的金碧世纪花园广场。一时间，恒大砸毁价值千万元的花园广场的消息在业界传开。虽然代价非常大，但唤醒了全体恒大员工的品牌意识和精品意识。

以这个事件为契机，许家印宣布：“从今以后，恒大上下都要强化品牌意识，坚持打造精品、创立品牌的方针不动摇。”为了培养全体员工的精品意识，恒大随即开展了一系列培训活动，并颁发了涉及规划建筑设计、园林环境配套、采购材料和室内装修设计等全部开发流程的1000多条内部精品标准。为了确保标准实施到位，恒大还建立了全流程的内部精品监控机制。许家印后来回忆说：“当时为了实现产品的升级换代，因为样板房装修，我们多次处分了负责材料供应、招投标以及营销的一大批领导。为什么要这样做？因为要从原来小面积、低价格、低成本产品转变为打造精品，需要全体员工在短时间内转变思想，树立精品意识，当然这需要一定的过程，在当时而言这个转变还是非常艰难的。”但是，再难也必须转变，如果连产品品质都没有保障就向全国扩张，非出大乱子不可。

在总结公司发展历程时，恒大将2004年作为一道分水岭。1997年到2004年是恒大“规模取胜”的战略发展阶段，靠“小面积、低成本、低价格”的发展模式，用了七八年的时间，完成了企业基本的资本积累。从2004年提出精品化战略到落地实施，经历了一个三年左右的过渡期，恒大内部习惯于把2004到2007年称为“规模＋品牌”战略过渡阶段。直到2007年10月1日，广州恒大御景半岛项目成功开盘，才标志着恒大产品升级换代的实现，标志着恒大精品获得市场的充分认可，更标志着恒大正式迈入“规模＋品牌”的标准化运营战略阶段。从广州恒大御景半岛项目起，恒大地产所有开发的项目，不再使用“金碧”品牌，统一改用“恒大”品牌冠名。

（四）标准化运营战略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

房地产行业天生就是产品差异化很大的行业之一。每个城市、每个片区、每条街道都不一样，同一个楼盘，每种户型、每个楼层、每户朝向又各不相同。通常认为，每个小区都应该充分考虑该地块的资源禀赋，因地制宜地设计出独具特色的产品，挖掘最大的价值。而恒大则反其道而行之，最大限度地实施标准化策略。

恒大的标准化，首先表现为产品设计和用料上的标准化。例如，所有项目的小区大门都一样、会所都一样、户型都是那几种，每栋楼的外观、颜色、瓷砖都一样，园林里的亭子、雕塑、假山、护栏都一样。尽可能共用一张设计图纸，采用同种材料，既能节省时间、加快建设速度，又能节约设计成本和采购成本。其实对客户来说，通常只买恒大一处房子，并不会介意这个小区是否和其他小区一模一样。虽然恒大当时的项目个数不是行业最多的，却能最大限度地实现标准化，五指攥拳，增加了每一种物料的采购数量，形成了规模优势，提高了对供应商的议价能力。标准化战略的实施，使得统一招标、统一采购、统一配送得以实现。

为了确保产品品质的均好性和一致性，恒大当时在选择材料供应商时要求供应商必须是中国前三强企业和国际知名品牌，就连埋到墙里的电缆、水管等材料都是国内外知名品牌产品，后来随着采购量扩大将采购范围放宽到前十强。采购招标由集团总部统一进行，区域公司几乎没有采购权。采购流程公开透明，以“3+3”原则进行操作，即先由三组采购人员通过调查比价，分别提出三种方案，然后通过综合比较，由集团招投标委员会拍板决定中标单位。公司设有监察部门，专门接受供应商举报，如有吃拿卡要及其他腐败行为，一经发现，轻则降职，重则开除甚至承担刑事责任。

由于每种原材料的采购量巨大，且随着恒大的高速发展而“与年俱增”，供应商都倾向于报出实在的底价。在材料供应上，则实行统一配送，由供应商直接把物料送到各个项目工地上。材料全部集中供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

应，也杜绝了假冒伪劣产品。此后若干年，恒大逐渐与最大最好的施工企业、装修企业、材料供应商、设计单位等全球几百家龙头企业形成了稳固的、长期的战略合作，建立起房地产全产业链的战略联盟。

恒大的标准化战略，不只是产品的标准化，也包括经营管理的标准化。例如，恒大的营销管理由集团总部统一策划、统一把控；人事管理从基本的管理架构，到每个分公司、下属公司、每个项目的架构及定编、定员、工资标准等，全面实施标准化。许家印后来总结道："恒大的标准化运营，是经营的标准化、管理的标准化、产品的标准化，是我们在2006年以前，用两到三年的时间钻研、研究的成果。严格标准化及强有力的执行，最终成为恒大高速增长的一个基本要素。"

一位空降到地区公司的一把手曾经感慨道："刚到公司，上马了一个新项目，总部要求6个月开盘，怎么办？一头雾水。看了项目运作流程和指导书，心里立刻有底了，每个环节、每个节点都有详细的指导，照着做就行了。总部还立即从各部门抽调了一个专业小组过来支持，一切都不用担心了。"

（五）普通住宅、豪宅配套

许家印经常称恒大为民生地产，主要为普通老百姓盖房子，但做生意也不能一味拼价格，而应讲究性价比。如何才能将自己的产品与竞争对手区分开来，打动购房者呢？许家印决定实施"普通住宅，豪宅配套"战略，即以豪宅化的园林环境和生活配套来吸引消费者。

恒大的每个项目，在一期售楼处开放时，欧式皇家园林主景区就已经建成。步入小区大门后，一座数千甚至上万平方米的人工大湖立即跃入眼帘。沿着湖边漫步，喷泉、小桥、雕塑、凉亭、绿植、鲜花，处处赏心悦目。看着眼前这座比公园还美的小区，想想自己居住

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的社区环境，前来看房者无不怦然心动。湖的对岸是一座已落成的四层豪华会所，带有室内游泳池、健身房、棋牌室、乒乓球等娱乐配套设施。在交楼之前，这个会所就是售楼中心，一楼大厅正中摆着项目沙盘，两边则是区位地图、户型模型等。多年以后，恒大楼盘陆续添加了运动中心、商业街、恒大影城等标准化模块，使业主的生活更加便利，品质显著提升。

“普通住宅，豪宅配套”这一理念，对擦亮恒大品牌、赢得老百姓认可起到了关键作用。当然，豪华配套的成本都要分摊到每一套住宅上，要想不亏本，必须做到项目体量足够大、总户数足够多，这也是恒大一直偏爱开发大盘的原因。

（六）全精装修交楼

“全精装修交楼”是当时恒大着手打造的另一大杀器。首先，精装修交楼可以减轻购房者早期的资金压力，降低购房门槛。通常购买毛坯房，选择按揭付款方式的购房者，除了支付首付和按月还款外，还要另外准备一笔不菲的装修款，而装修款是无法三年以上分期付款的。恒大的精装修属于捆绑“赠送”，并非独立于毛坯房另外签合同。对购房者来说，这相当于把装修预算计入购房款里一起办按揭，然后二三十年内分期付款，压力明显减轻。其次，恒大可以通过精装修提升性价比。据有经验人士估算，以1500元／平方米的精装修标准为例，如果购房者自己按这个标准装修，1500元都不够，但恒大通过标准化运营、集中采购、规模安装，实际做下来的成本可能只有800元／平方米。于是，当房子不太好卖时，恒大可以选择不赚精装修的钱，定价可以只比附近的毛坯房贵800~1000元，这样性价比优势就非常明显了，怎能不让购房者动心？除此之外，消费者购买精装修房省时省力还环保，入住后可以免受邻居装修噪音的打扰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不过在精装修交楼战略实施之初，恒大内部分歧很大。可以想象，精装修房虽然可以通过集中采购、统一配送确保材料品质，但最终的装修效果还取决于当地装修工人的技术水平和工作态度，质量控制难度极大，很容易引发业主投诉。幸亏恒大采用紧密型集团化的管理模式，以许家印为首的管理团队强行推动了这项战略的实施。此后十几年，恒大都是行业里几乎100%精装修交楼的房地产企业，只有极少量的独栋别墅才会交毛坯房。

许家印当时认为，今后国家有可能强制推行精装修交楼，到那时，先行一步的恒大就会有非常突出的竞争优势。此外，他还认为精装修交楼可以抵抗市场周期下行风险。他的逻辑是，由于毛坯房本身能升值，而精装修部分只会折旧贬值，所以纯粹的炒房客是很少买精装修房的。而在市场不好的时候，炒房的比例很低，自住客户占绝大部分，精装房就会比毛坯房更好卖。

五、三年再造二十个恒大

（一）规模小，底子薄

2006年是恒大第4个“三年计划”的开局之年。4月30日，在广州金碧大世界酒店，恒大地产召开了中层以上干部会议。许家印在会上把第4个“三年计划”的主题定位为“拓展全国、迈向国际”。正是在这次会议上，许家印郑重其事地“吹了一个牛”：“按照恒大的发展蓝图，3年后的恒大相当于今天的十个、二十个恒大。”台下听众一片哗然，大多数人认为，老板这是在鼓劲，说一说而已。

当时，从零开始发展了近10年的恒大，已经在广州拥有十几个金碧系列项目，另外在钢铁、能源等产业也有所布局。不过，受全国房地产调控的影响，年销售额已经连续几年徘徊在20亿元之下。2006年，全国商品房销售总额为2.05万亿元，而恒大地产的合约销售金额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

仅为17.4亿元，市场份额不到千分之一。到2006年末，恒大的账面总资产也只有78亿元，土地储备不到600万平方米。

同年，行业领先者都处于什么发展水平呢？见表1.1。

表1.1　2006年国内主要地产商经营数据和覆盖城市

地产商	当年销售额/亿元	年末总资产/亿元	年末土地储备/万平方米	主要进入城市
万科	212	485	2282	北京、上海、深圳、广州、天津、成都、武汉、沈阳、大连、长春、青岛、佛山、珠海、东莞、中山、长沙、厦门、杭州、苏州、无锡、南昌、南京、镇江、宁波、鞍山
中海	140	358	1523	北京、上海、广州、深圳、香港、南京、杭州、成都、重庆、苏州、佛山、西安、长春、宁波、中山
保利	84	165	1111	广州、北京、上海、长沙、重庆、武汉、沈阳、佛山、包头
富力	116	266	1789	广州、北京、重庆、天津、西安、海南
合生创展	113	255	1408	广州、北京、上海、天津
碧桂园	100+	153	1814	广州、佛山、江门、肇庆、阳江、惠州、韶关、长沙、满洲里
雅居乐	约90	175	1616	广州、中山、佛山、南京、成都、西安、河源、惠州

1984年成立、1988年进入房地产行业的万科，到2006年时，已是一骑绝尘的行业老大，年销售额高达212亿元，市场份额超过1%，是恒大的10倍有余。万科的年末总资产接近500亿元，是恒大的6倍；土地储备超过2000万平方米，是恒大的3倍多；项目布局覆盖北上广深及其他二十多个经济发达城市。

1979年在香港注册的中国海外发展（中海），是中国最大的建筑联合企业——中国建筑工程总公司设在我国香港的控股子公司，从1984年开始涉足香港房地产业务。1998年，中海顺应内地住宅商品化改革大势，逐步将地产业务重心向内地转移。国际化的中海还被称为地产行业的“黄埔军校”。2000年，万科曾发起“海盗行动”，花3年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时间吸引了50名中海骨干加盟万科。2006年，中海的销售额已达到140亿元，在北上广深、香港及其他10个经济发达城市拥有1500多万平方米的优质土地储备。

大型央企中国保利集团于1992年创办广州保利房地产开发有限公司，于2006年更名为保利房地产（集团）股份有限公司，当年实现销售额84亿元、总资产165亿元，在9个城市拥有超过1000万平方米的土地储备。

2006年，恒大的房地产业务，不但与上述家底雄厚的全国龙头企业不可同日而语，就算在同为广东民营企业的“华南五虎”中，也是敬陪末座。当时，房地产行业内习惯把广东数千家民营房地产公司中的佼佼者——合生创展（1992年创办于香港）、富力（1994年成立于广州）、碧桂园（1992年成立于佛山顺德）、雅居乐（1985年成立于中山、1992年涉足房地产）和恒大（1996年成立于广州）并称为“华南五虎”。2006年，合生创展、富力、碧桂园、雅居乐的合约销售额都在百亿元左右，年末总资产都在200亿元上下，年末土地储备为1400万~1800万平方米。除了广州大本营外，合生创展进入了北京、上海、天津三大直辖市；富力则布局了北京、天津、重庆、西安和海南；碧桂园和雅居乐相对更重视广东省内发展，除了省会广州外还覆盖了周边多个地级市，两者在省外扩张上也已经有了动作，前者以长沙为突破口，后者则在南京、成都、西安拿了项目。

（二）道生一、一生十

把业务布局从一个城市拓展到多个城市，是房地产企业做大规模的必由之路。绝大多数企业都会选择循序渐进地异地扩张，优先进入与根据地相似或相邻的城市。比如，合生创展和富力优先进入与广州同为一线城市的北京、上海，碧桂园和雅居乐则优先进入广州周边的三线城市。而作为“华南五虎”中成立最晚、底子最薄的恒大，直到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2006年还没有跨出广州，规模上被其他“四虎”甩开几条街。是许家印偏安一隅、小富即安，不想异地扩张吗？不是。

其实早在2000年，许家印就考虑到，再过几年，恒大地产的业务必将从广州走向全国，但他没有贸然行动，而是先积极地做好各方面准备，避免因准备不足而出师不利。上节讲过，在2003年开始的第3个“三年计划”期间，恒大就在深耕广州根据地的同时，积极探索并建立适应向全国拓展的紧密型集团化管理模式、标准化运营模式、精装修及豪宅配套的精品战略，并进行相应的人才储备。许家印日后回忆说：“虽然我们是2006年才提出全国拓展的战略决策，但实际上在2004年提出精品战略的时候，就已经在做相关的研究和探讨。等到2006年正式提出要‘拓展全国、迈向国际’的目标时，满足全国拓展需求的产品标准和管理模式都已经形成了，基础已经奠定，因此后来能够取得非常快速的发展。”

从一开始制定全国拓展战略时，许家印就不想走“道生一、一生二、二生三、三生万物”的寻常路，而是异常大胆地谋划同时进入20个左右的省会城市，来个“道生一、一生十、十生百”的跨越式大发展。为什么不优先拓展大本营广州周边的地级市呢？因为许家印志在全国、不在广东，希望能尽快实现全国布局。为什么不直接进军北京、上海、深圳等一线城市呢？因为许家印认为，以恒大当时的实力，过早进入一线城市会严重影响发展速度。道理其实很简单，同样的100亿元，在发达的一线城市只能拿两三块地，在市场发展尚不充分的省会城市则能拿几十块地，以恒大的快周转特点来看，后者无疑可以更快地将雪球滚大。

确定了市场拓展的大方向后，从2004年5月起，恒大派出了首批近百人的专业团队，到全国主要的省会城市进行市场研究、经济分析、土地资讯搜集、潜在房地产项目评估、与各地各级政府进行投资前期接洽和铺垫等工作。到2006年，恒大的土地项目发展团队成员超过200

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人，其中各地区分公司的董事长、总经理、部门主管等主要领导及技术骨干，均为广州总公司派出的经验丰富及受过良好培训的人员。外派团队通过大量的研究和筛选工作，搜集到多个城市的目标项目的有效资讯，为全国拓展打下了坚实的基础。

拓展全国，万事俱备，只欠东风。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二章　走向全国，香港上市

一、借鸡生蛋，对赌战投

（一）A股借壳上市失败

万事俱备，只欠东风，这个东风就是资金。

房地产业是资金密集型行业，土地是原材料，然而一块土地的成本动辄几亿元甚至几十亿元。当时最主要的拿地途径是招拍挂，土地款通常需要在中标时付一半，半年内付清。如果主要靠自身盈利积累，房地产企业只能以10%~20%的复合增速常规发展，没有一二十年是不可能完成全国布局的。许家印要想实现同时进入20个省会城市的超常规发展目标，就必须在短时间内使土地储备数倍增长，必须超常规拿地，但自己没有那么多钱怎么办？就必须超常规地进行融资。要知道，到2006年，恒大的总资产才78亿元，能用于异地拿地的现金十分有限。

许家印决定“借鸡生蛋”，借助资本市场的力量，实现公司的跨越式发展。其实，当许家印把恒大第4个“三年计划”命名为“拓展全国、迈向国际”，当着全体骨干员工的面吹牛三年再造20个恒大时，就已经胸有蓝图了。“拓展全国”是指将恒大地产的业务范围从大本营广州拓展到全国，而“迈向国际”则是指引入国际战略投资者入股并最终实现香港上市。

为什么恒大要到国际资本市场募集发展所需资金，而不在国内A股上市呢？说来话长。其实在深圳起家的万科早在1991年就完成了A股深市上市，代码000002；央企招商局旗下的招商地产则在1993年登陆A

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股；另外两家央企地产商中国海外发展和华润置地也早在1992年和1996年就完成了香港上市；创办于香港的合生创展也于1998年成功在香港上市；2001年，具有深圳本地国企背景的金地集团在A股上市；2006年，另一家央企保利集团旗下的保利地产在A股上市，至此，A股地产板块集齐“招保万金”。

但是，由于国内企业上市IPO（首次公开发行股票）实施核准制而非注册制，名额十分有限还由各省分配，民营房地产企业很难拿到指标，于是很多企业就转而谋划借壳上市。2000年至2002年，有40多家公司通过借壳方式进入资本市场，许家印的恒大实业就是其中之一。2002年8月，恒大因机缘巧合，从海南润达实业手中买下了A股上市公司绿景控股26.89%的股份，成为第一大股东和实际控制人，并于次年更名为“恒大地产”。但在接下来的几年中，国内股市长期低迷，重组及再融资受限，加之历史债务问题，被许家印寄予厚望的壳公司并没有起到融资平台的作用。而富力、雅居乐却于2005年成功赴香港IPO；2006年，绿城中国和世贸房地产也相继在香港上市；碧桂园当时也已经积极筹备赴香港上市（后于2007年4月成功IPO）。2006年7月，已经决定放弃A股借壳上市的许家印，将“恒大地产”这个壳以7890万元的价格转手卖给了独立第三方，并再次更名为“绿景地产”。

幸亏许家印当断则断，放弃A股转投香港，否则恒大通过重组上市实现融资发展的愿望很可能泡汤。因为2007年10月，证监会发审委无限期暂停了内地房地产企业A股IPO，同时暂停了已上市房地产企业的再融资。随后不久，地产企业借壳重组上市A股也被严格限制。受此政策影响，一早就在A股上市的“招保万金”，此后十几年都未能通过增发股票再融资。相对于再融资不受限制的港股，A股上市反而成了劣势。

（二）策划香港上市六步曲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2006年3月，恒大携手美林、高盛、瑞信三家保荐机构，开始谋划香港上市。香港长期以来盛行以NAV（Net Asset Value，资产净值）法而非市盈率法为地产公司估值，而NAV与房企现有土地储备、预计开发增速和利润水平直接相关。其中，土地储备是这种估值方法的基础，如果土地储备面积只是当年交付面积的三四倍，意味着公司的开发规模将比较稳定；假设土地储备面积高达当年交付面积的十几倍、几十倍，则意味着公司销售规模将快速增长。当然，房价的预期也对房地产企业估值有重大影响，预期房价持续上涨，那么持有大量低价土地储备的开发商就将获得高额利润；反之，预期房价大跌，高价买地的开发商就可能亏本甚至破产。不过当时，市场对内地房价、地价持续上涨的预期占据主流。

在这样的背景下，开发商要做大做强，关键就是资金和土地，有资金就能拿土地，有土地又可以抵押给银行套出抵押贷款用于后续开发。一时间，众多开发商都在积极融资扩充土地储备，土地市场上地王频出。融资的方式主要是股权融资和债务融资，往往一倍的股权融资可以配上数倍的债务融资，因此这种发展模式也被称为“举债拿地”模式。

与许家印的全国拓展战略相契合，投行为恒大设计了一条“快速催熟”的完美路径，即“重组、战投融资、拿地、上市、释放业绩、战投退出”六步曲。首先必须重组恒大实业，在开曼群岛注册恒大地产，搭建好红筹架构，把恒大实业拟上市资产注入恒大地产，这样才能便于海外投资者退出；其次引入战略投资者，完成一轮股权融资；然后用这笔钱加上数倍债务杠杆在全国大举拿地，使土地储备面积激增；在拿地后到开盘前这段资金青黄不接的时段，尽快完成IPO上市融资，用IPO融到的钱支付剩余土地款和工程款；当全国项目全面达到预售条件时，开盘热销，现金大量回笼，年合约销售额将实现10倍、20倍的暴发增长；最后，释放业绩、股价大涨，战略投资者获得数倍收益，完美退出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（三）与战投签订对赌协议

2006年底，完成重组的恒大地产成功引入美林、淡马锡、德意志银行首批三家战略投资者，发行可转换优先股，募集到4亿美元现金，其中美林和德意志银行各出资1.33亿美元，淡马锡出资1.34亿美元。恒大地产的投前估值是8亿美元，投后估值为12亿美元，三家战投如果都按计划转股，合计将占到三分之一的股份，许家印的股权被稀释到66.7%。除此之外，在公司治理方面，许家印也让渡了部分恒大的控制权，允许三家战投委派代表加入董事会，直至恒大成功上市后退出。

按照惯例，恒大还与三家战投签订了对赌协议：如果恒大在2008年6月6日前上市，给战略投资者的回报不得少于40%；如果在2008年12月6日前上市，回报率不得少于50%；如果在2009年6月6日前上市，回报率不得少于60%；如果在2009年12月6日前上市，则回报率不得少于70%。恒大地产若无法完成上市，其将以现行市盈率回购相关机构投资者的股份。倘若按照上市发售价计算的回报率达不到最低回报，许家印个人作为大股东，将向战投们转让一定数目的恒大股份，以确保后者获得最低回报。同时规定，战投们有权在发放普通股股息之前优先获发股息，年股息率为5%。而上述条款仅仅只是战投们的保底回报而已，根据约定的调整机制，上市发售价越高，战投获取的回报将越高。本金、优先股息再加上最低回报，这一切都以许家印持有的恒大股权作为“赌注”背负在恒大的身上。

全程负责恒大项目的美林房地产股权基金的中国区负责人蓬钢在接受《地产》记者的专访中，毫不掩饰地说：“我对很多人都说，拿到我们的钱以后，要拼命地跑，我们的钱都是有利息的，必须创造出多出利息的价值才合算，不然都把自己给输干净了。”

首轮优先股融资之后，2007年8月，恒大在上市保荐人瑞信的牵头下，又筹得4.3亿美元境外及2000万元人民币境内结构担保贷款。根据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

贷款协议，贷款人要求的年度回报率高达19.5%，并以恒大股权、部分子公司股权及土地使用权作为抵押。贷款为期5年，1/3的本金需由IPO所得款项支付，余款于2012年8月31日到期偿还。按照规定的回报率计算，该笔结构担保贷款将使恒大每年约产生0.84亿美元的利息支出，约合人民币6亿多元，而恒大2005、2006年全年的净利润仅为1.9亿元、3.3亿元人民币。

按照香港会计准则，无论是可转换优先股还是结构担保贷款均在恒大地产的资产负债表上表现为负债。两轮海外融资合计8.3亿美元，约合人民币63亿元，而截至2006年底，恒大总资产才78亿元人民币，这意味着如果不能成功上市，恒大将被债权人瓜分殆尽。对于这一切可能导致的严重后果，许家印心知肚明，但还是选择放手一搏。

资本嗜血追求回报，创业者谋求发展资金，一场赌局，“两厢情愿”。

二、省会城市大举拿地

（一）同时进入17个省会城市

拿到了烫手的资金，就要马不停蹄地将其变为土地，而且要变成尽可能多的土地。按照大举进入省会城市的发展计划，许家印具体提出了“两个超前进入”战略：超前进入升值潜力比较大的二线城市；超前进入城市中升值潜力比较大的区位。翻译一下，就是优先进入当时房价、地价比较低的省会城市中房价、地价比较低的新兴片区。

于是，杭州、福州、济南、厦门、宁波、青岛、大连等省会和计划单列市暂时被排除，因为这些城市的房地产市场发展比较充分，地价已经较贵了。哈尔滨、长春、呼和浩特、乌鲁木齐、银川、兰州、拉萨等欠发达省会城市也暂时不在考虑之中。最终，天津、重庆、南

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

京、武汉、成都、郑州、沈阳、太原、昆明、贵阳、合肥、南昌、长沙、西安、南宁、海口等省会城市被列入首批进入的二线城市清单。此外，佛山、清远、洛阳、包头等少数几个地级市也成为首批拓展城市，其中清远项目的目标客户为广州市民。

根据第二个超前进入战略，在这些首批目标城市中，恒大也基本不在市中心老城区拿地，而是优先在城乡接合部选择规划较好、升值潜力较大的新城、新区拿地做普通住宅，或者在山清水秀的风景区附近拿地做旅游地产，拿地的方式除了招拍挂还有收购项目公司。例如，在天津、南京两个较发达城市拿的金碧天下项目都是地处远郊区的旅游地产项目，而在长沙、西安、成都、沈阳、太原、合肥、贵阳等省会城市拿的地基本都在外环线附近。在新城新区拿地，往往能够得到当地政府的大力支持，不但地价较低，而且通常可以达成分期开发、分期付款的协议。在这批拿地中，大多数项目的楼面价仅为200~1000元／平方米，清远项目的楼面价甚至不到100元／平方米。事实上，恒大创业10年来在广州的成功模式，正是在城市配套尚不成熟的地段拿低价、大块的土地，分期开发，一期自建“豪宅”配套，之后享受片区发展带来的升值红利。

（二）一年跃居土地储备之最

“两个超前”战略的实施，使得恒大创造了项目拓展速度的行业奇迹。截至2006年底，恒大的土地储备还不到600万平方米，而到2007年底已经比2006年增长了七八倍，在全国近20个城市拥有了40多个项目，一举超过碧桂园、万科，成为全国土地储备面积最大的开发商。当时关于恒大地产土地储备的一组数据曾被媒体广为报道：“这个此前10年间累计销售面积只有200万平方米、2007年合约销售额只有32亿元的地产商，却在2007年底将土地储备升至4580万平方米，成为内地房企之最。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当然，业内人士都明白，恒大的“之最”只是面积，由于地段偏远，恒大这些土地储备的价值是远远不及万科等聚焦一二线城市的地产企业的。例如，2006年起，恒大就在江苏南通启东市寅阳镇围海造田8968亩（约合6平方公里），规划了一个总建筑面积高达1200万平方米的特大型项目——恒大启东金碧天下（后更名为恒大海上威尼斯）。该项目地处长江出海口，与上海崇明岛仅一江之隔，目标客户定位上海市民，计划分20年开发，约占恒大总土地储备的四分之一。但在当时，政府规划中的崇启跨海大桥尚未开工。

（三）三块贵地装门面

不过，“两个超前”战略也并非不折不扣地实施。许家印或许不想让资本市场认为恒大的土地储备都很偏僻，觉得还是有必要拿几块位置好的贵地装点一下门面。2007年8月3日，恒大地产以25.3亿元的代价竞得重庆渝中区石油路1号的重庆科技学院等两个相邻地块，项目占地425亩，建筑面积105万平方米，折合楼面地价2400元／平方米。恒大地产也因这桩土地交易，被评为2007年重庆“十大地主排行榜”中的第三大地主。2007年10月，恒大还试探性进入一线城市上海，以14亿元的代价从穗华公司手中收购了位于浦东源深路1号的土地。该地块占地仅3.4万平方米，建筑面积不到14万平方米，楼面价为1万元／平方米出头。付款方式为3亿元定金，剩余11亿元合同款中的9亿元以现金支付、2亿元以股份形式支付。2008年1月8日，恒大地产经过228轮竞价，以41亿元的价格拿下广州员村绢麻厂地块，项目建筑面积30余万平方米，楼面地价达到1.3万元／平方米，一举成为广州天河新地王。该地块也是广州近5年来中心城区公开出让的最大面积的商品住宅用地。恒大交了1.5亿元定金后，余下的39.5亿元需要在2008年7月8日前付清。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

三块“好地”显著提高了恒大地产土地储备组合的成色，但80亿元的总代价对恒大来说也是沉重的负担，拿地时只付了少量定金，为如期支付余款，必须尽快上市融资。

三、人才储备与文化、制度建设

（一）任人唯贤不唯亲

中国的民营企业，很多都有家族化倾向，但在恒大不存在这种情况。许家印曾对外界表示：“了解恒大的人都知道，我的亲戚没有一个人在恒大工作。”许家印不仅没有让太太参与公司管理，而且为了防止老乡裙带关系，即使是一个清洁工岗位想用河南人，也必须经他批准。

企业要上市，对人才的需求会发生显著变化。2007年的恒大，仅凭一批和许家印一起打江山的创业元老已经满足不了企业拓展全国、迈向国际的需求，必须招募一批具有国际化视野的高端人才。一位高层后来透露，恒大自2006年起在同行业内挖来了大量高级管理人员。

2007年6月加盟恒大的夏海钧博士就是许家印“三顾茅庐请来的诸葛亮”。夏海钧于1964年出生于哈尔滨，比许家印小6岁。他毕业于暨南大学，先后获得金属材料专业学士、工商管理硕士（MBA）及产业经济学博士学位。在到恒大之前，夏海钧曾任职于中国中信集团公司，历任中信东莞公司副总经理、总经理，中信广州发展公司副总经理，中信华南集团常务副总经理等职，曾经带领中信华南（集团）东莞公司从名不见经传发展成为东莞市房地产界龙头企业。夏海钧此前从未与许家印共事，让他感到意外的是，许家印似乎认准了他这位“空降兵”，对他打包票说：“如果你愿意来恒大，可以先做董事局副主席、常务副总裁。如果你有能力，三个月后，我就把总裁的位子让给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

你。”三个月以后，许家印真的兑现了他的诺言，夏海钧博士从此坐上了恒大集团二把手的位子。

不久后，为了更好地与国际投资者沟通交流，许家印还挖来了时任一家港股上市地产企业首席财务官的谢惠华，分管恒大的财务和投资者关系工作。谢惠华曾在北卡罗来纳大学夏洛特分校获得工商管理硕士（MBA）学位，是香港会计师工会及美国职业会计师工会会员，曾在德勤会计师事务所任职逾12年。

到2007年底，恒大集团的员工总数比两三年前翻了一倍，超过4000人，其中重要的管理和技术骨干1000多人。2007年，几乎在所有有恒大项目的城市，恒大都在当地高校展开了声势浩大的招聘活动，当年计划招聘大学生近千人，公开贴出海报许诺新员工的基本月工资达5000~6000元，表现好还有更大晋升和加薪空间。但是，恒大的举动也引发了应聘者的疑虑，在湖南大学举行的一次公开招聘会上，一些学生问道：“过去几年恒大招聘总是雷声大雨点小，每次最终只有少数人签约，但为什么这次招聘人数众多，程序简单又许诺高薪？”恒大解释说公司现在正在大举扩张，需要大批高素质的年轻员工，房地产行业的丰厚利润可以承受些工资成本。至于招聘流程如此简单，原因是恒大讲求效率，如果搞四五轮面试，招聘人员要在长沙停留一个多星期，耽误其他工作。

（二）“狼性”企业文化

企业文化是企业的灵魂，是推动企业发展的精神动力，而企业文化的落地和传承，必须靠与之配套的管理制度。许家印一直强调：企业小的时候，靠的是人管人；企业发展到一定规模的时候，靠的是制度管人；企业发展到更大规模的时候，靠的是文化和制度共同管人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

恒大在企业文化建设上是十分超前的。早在1997年公司成立之初，就提出了企业的宗旨、精神、作风和目标。在“艰苦创业、无私奉献、努力拼搏、开拓进取”的恒大精神感召下，恒大人上上下下都是工作狂，这在其他企业中相当少见。据说，许家印喜欢招聘和任用非广州本地的员工，因为背井离乡的人，更知道打拼，更能够承受恒大高速发展带来的压力，从而彻底激发出“狼性”。在恒大，上至许家印，下至基层员工，都表现出了这股冲劲、猛劲和狠劲。

夏海钧第一天上班，就开始接受“洗脑”。当天，许家印说，夏总，晚上我们一起开个会。两人坐在餐桌前的时候，夏海钧看了看表，六点钟。他心里说，吃了饭，再研究半个小时差不多了吧。结果这顿“晚餐”一直吃到十一点半才结束。夏海钧想，十一点半，应该只是偶然一次吧。后来他才知道自己错了，十一点多结束会议确实是偶然，因为常态下，恒大的会议要开到凌晨两三点才结束。当时夏海钧的太太在加拿大，每天晚上打电话问，你在做什么？夏海钧说在开会。她不相信，都晚上十二点了，还开什么会？夏海钧解释了半天，她还是不信，那时的手机也不能视频通话。她在加拿大待不住了，就飞到广州看，住了几天，才知道丈夫真的是在开会。

“精心策划、狠抓落实、办事高效”是恒大的工作作风。许家印说：“对一个企业来说，仅有精心策划是远远不够的，必须狠抓落实，将战略决策落到实处。同时，还要办事高效，既要快，又要好。”许家印强调，在恒大做事情，一定要多说现在、立刻、马上，而不是找理由推诿。在恒大内部，所有人都知道：董事局的一个指令，可以在半小时内传达到所有基层员工；许家印打一个电话，可以让远在沈阳的分公司经理，当天就赶到西安上任；许家印制订一个计划，可以让企业的员工当天就组建起一个分公司，并从晚上11点正式开始办公。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

据当时恒大战略投资者美银美林银行的蓬钢讲："有一次，我和恒大员工一起去出差，我建议他们在广州借机做一次宣传活动，恒大的领导接受了我的建议，并在当夜就把策划做好了。第二天，全国的媒体就被邀请到广州。第三天，活动成功举办并圆满结束。这种高效率的执行力，在其他公司里是很少看到的。不得不说，这和许家印的个人影响力是分不开的。"

（三）奖罚分明的管理制度

早在国企当车间主任时，许家印就希望能严格管理、奖罚分明，创办恒大后，终于可以从一开始就按自己的意愿实施管理。因为只有依靠制度，才能把企业文化落到实处，所以恒大坚持以奖惩为手段，以制度为准绳，对每个单位、每个员工的工作进行计划考核。2007年起，集团董事局还开启了对全国各地区分公司的大规模考核，奖励先进、惩罚后进。可以说，恒大的奖惩机制是规范员工行为、推动公司高速发展的管理利器。

恒大的干部队伍能上能下，始终保持活力。对年轻人来说，付出越多，往往进步越快，在恒大这种绩效导向的企业中，就可能得到更快的发展。上市之前，恒大所有分公司副总以上的管理者都被授予不同数额的股票期权激励，许家印试图用这种方式给恒大拧紧发条。

恒大在管理上一直强调"失职问责三不放过"原则，即没有查清原因不放过、没有落实责任单位和责任人不放过、没有处理不放过。这是从严管理的直接体现。在监督约束方面，恒大从初创时就成立了监察室，负责处理来自供应商、客户以及公司内部的举报。一旦发现腐败行为绝不姑息，一些腐败分子甚至被绳之以法，送进监狱。

四、天有不测风云，首次上市失败

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（一）错过最佳上市窗口

2007年，中国楼市非常火爆。其中，深圳新房均价从年初的11 000元/平方米，一路飙升到9月的17 000元/平方米。大批手握现金的深圳投资客转战东莞、惠州甚至成都买房投资。2007年4月，同样靠举债拿地模式获取1900多万平方米土地储备的碧桂园，成功登陆了香港联交所，轰动一时。实际控制人杨国强、杨惠妍父女以超过500亿港元的市值一跃成为中国内地新首富。有了碧桂园的示范效应，一些媒体迫不及待地预言恒大老板许家印将成为下一任首富。

事后看，2007年二、三季度其实是最佳上市时间窗口，遗憾的是恒大和战投都没做好准备。恒大需要时间将土地储备清单和财务报表准备得更加好看，而战投则在可转换优先股转为普通股方面犹豫不决。2007年10月，恒大转让了刚刚开盘的广州恒大御景半岛项目40%的股权给美林，换取了1.3亿美元，这使恒大地产的2007年年报上一次性确认了一笔7.6亿元的股权转让利润，使得恒大地产的报表净利润由2006年的3.3亿元激增到2007年的10.8亿元。此外，按香港联交所规定，IPO之前，所有可转换优先股必须全部转为债券或者普通股。对战略投资者而言，持有优先股主要是为了保留选择权，可进可退，一旦转换成普通股，就丧失退股的权利了，将来退出只能选择股权转让。由于三家战投犹豫不决，优先股转换普通股拖到12月11日才完成，恒大地产的IPO就只能顺延到2008年1月启动。出售项目股权获取一次性利润和战投转普通股，都大大降低了恒大地产的负债率指标。

然而天公不作美，2007年四季度以后，国内房地产调控和美国次贷危机叠加，使得房企融资环境恶化，与几个月前相比已是天壤之别。一方面，国内房价暴涨终于引来严厉的调控。2007年9月，为打击炒房行为，央行祭出调控大招：以家庭为单位，第2套使用银行贷款的住房，首付比例不得低于40%，贷款利率不得低于基准利率的1.1倍。很快，全国楼市开始降温。12月，万科董事长王石发表“房价拐点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

论”，随后，万科在全国的多个楼盘率先降价，触发全国房价快速下跌。另一方面，从2007年春天起，美国次贷危机持续发酵，呈愈演愈烈之势。到了下半年，全球股市陆续见顶后开始回落，上证指数于2007年10月达到6124点历史高位，香港恒生指数则于11月达到31 958高点。直到这时，大多数人并没有预见到美国次贷危机最终会演变成全球金融风暴，包括许家印。2008年1月，恒大还在广州拍地王。2008年2月8日，正月初二，对上市志在必得的许家印还召开恒大集团全国电话会议，制订年度计划表，调兵遣将分派任务，以确保恒大能够完成上市后第一个财年的业绩指标。

（二）上市闯关失败

2008年1月，恒大上市申请获得香港交易所批准。然而，全球股市开始暴跌，招股环境急转直下。资金链紧绷只能硬着头皮上市的恒大，只好将上市路演的日程延迟到3月份。恒大于3月6日恒大公布的上市日程为：3月7日至12日路演，3月13日至18日公开招股，3月20日为预期定价日，3月28日正式挂牌交易。恒大此次共计划发售约29.61亿股，其中28.5亿股为新股，招股价为3.5~5.6港元/股，净募集资金94亿~152亿港元。据高盛预测，恒大2007年盈利将为10.21亿元，随着大量物业的落成交付，其2008年盈利预计将达到77.57亿元，为2007年的8倍。

“屋漏偏逢连夜雨”，许家印带队在美国路演招股期间，美国第五大投资银行贝尔斯登被收购，其股价从3月12日的61.58美元，急跌至3月17日的低点2.84美元。受此突发事件影响，全球股市暴跌，香港恒生指数3月13日和17日两度单日跌幅超过1000点。恐慌气氛下，自顾不暇的投资机构已经不愿意为举债拿地快速扩张的恒大地产买单了。

3月20日，不接受过分压价的许家印决定中止IPO，恒大地产的首次上市计划宣告搁浅。许家印后来对媒体说：“我们本来想融资15亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美元，并且已经有了七八亿美元的意向订单，但当时基金和一些机构投资者的报价远低于恒大3.5~4.5港元／股的询价区间的下限。”在许家印看来，过低的招股价格，意味着恒大的资产被打了一个巨大的折扣，公司10年来的努力完全得不到体现。

（三）“百日剧变”，顺驰第二？

杠杆是把双刃剑，形势好时放大收益，形势不好时则可能致命。

在恒大上市停摆的第二天，潘石屹在接受上海证券报记者采访时发表了著名的“百日剧变”说：“在恒大的身后，还有40多家国内房地产公司准备在国际资本市场上市，准备募集的资金总额大概有200亿美元。而恒大的中止上市，给这些公司造成不小的影响。无论是在募集资金方面，还是在所承受的心理压力上，对于这40家公司都是不小的考验。中国的房地产行业将在未来3个月内发生重大变革，融资将会变得前所未有地困难。”

不仅是融资变得困难，更要命的是中国房地产行业的销售也迅速跌到冰点。作为楼市“晴雨表”的深圳，新房成交均价从2007年9月高点的17 000元／平方米，腰斩到均价不足10 000元／平方米只花了几个月时间。售楼处的销售人员比来访客户还多成为常态，房价将继续下跌的预期导致成交非常低迷。尽管房价已经跌到普通白领买得起的水平，但大多数深圳人还是希望房价跌回6000元／平方米时再出手。

上市失败的恒大地产顿时陷入巨大的流动性危机之中。与投行共同设计的“重组、战投融资、拿地、上市、释放业绩、战投退出”完美链条，在上市这个环节不幸中断了。2007年拿下的几十个新项目在具备开盘预售条件之前，恒大还需要支付庞大的分期土地款、906万平方米在建工程款、陆续到期的银行贷款及海外结构借款的高额利息。有人估算，在2008年5月至9月这段最煎熬的日子里，恒大的资金缺口

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高达120亿~150亿元。其中最重的负担就是上市前不久拿下的三块贵地——广州绢麻厂地王项目、重庆科技学院项目和上海浦东项目，三块地合计未付土地款70多亿元，成为压在许家印心头的三座大山。

这么大的流动性危机，地产同行其实已有先例，那就是曾经豪言超越万科的顺驰。2003年7月，顺驰在蟒山会议后开始向全国扩张，在20个月的时间里，连续进入全国14个一二线城市，拥有34个项目、超过1000万平方米优质高价土地储备。由于顺驰多次拍下地王，所到之处，地价大幅上升，被业界称为“天价制造者”。地这么贵，钱从何来？答案是尽可能地缩短支付土地款到项目开盘之间的时间，具体做法是尽量推迟土地首付款支付时间并延长后续付款时间，同时项目尽快开工、尽早取得预售证。由于顺驰高价拍地造势有利于土地拍卖，地方政府对其拖延支付土地款也持容忍默许态度。2004年合约销售95亿元的顺驰，2005年的目标是200亿元，超越万科当上行业老大。不幸的是，正当顺驰的这些项目准备陆续入市时，2005年3月，政府出台“国八条”，严厉调控楼市，导致市场迅速降温。对于负债率低、资金充裕的开发商，楼市小周期下行并不可怕，即便拿了几块贵地，放一放，先卖那些地价便宜的项目回笼资金就行了，贵地可以等到下轮房价上涨期再销售。但对于满手高价地的顺驰就不一样了，为了避免资金链断裂，当时的顺驰只有两个选择，要么亏本卖楼回款，要么找到外部融资。整个2005年，顺驰的销售都非常困难，全年只完成了80亿元，资金链缺口高达46亿元，孙宏斌全年都在“找钱”。直到2006年中，找不到财务投资者的孙宏斌，只得被迫低价出让55%的股权给香港路劲建设集团，痛失控股权，顺驰易主。此后，顺驰作为典型的失败案例，频繁被载入商业教科书。

在舆论的渲染中，恒大的危机成为2008年地产界最悲壮的一幕，原本被称为“碧桂园第二”的恒大此刻被改称为“顺驰第二”。地产界“百日巨变”的预言甚嚣尘上，很多人等着恒大倒下以佐证自己的预见。而雄心勃勃的许家印，此刻也被描述成“野心膨胀者”，甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

至“一位值得同情的人”。某家权威媒体称，作为农民孩子出身的地产枭雄，被投行游说得“野心膨胀，铤而走险”，“从某种程度上说，许家印也许值得同情”。如果跨不过这道坎儿，恒大很可能从此一蹶不振，真正考验许家印的时候到了！

（四）汶川地震，泥菩萨带头捐千万

就在恒大集团生死存亡之际，2008年5月12日，汶川发生了“5·12大地震”。地震发生时，正在国外出差的许家印，通过越洋电话向公司下达了捐款1000万元的决定。许家印说：“能捐多少就捐多少，能多迅速就多迅速，灾民的平安比我们自身企业的发展更重要。”于是，恒大集团成为南方第一个捐款逾千万元并向全社会发出倡议的企业。许家印后来说：“在公司发展最困难的时候，我们咬紧牙关，集中多个账户，第一时间为汶川地震捐款1000万元。可以说，那时恒大拿出1000万元，比现在恒大拿出10亿元还要困难得多。”

恒大的1000万元捐款在当时并未引起太多的关注，反而是万科的200万元捐款引发了巨大的争议。5月12日当天，在行业困境中比同行们活得相对从容的万科捐出了200万元。董事长王石随后表示：“万科捐出200万元是合适的。”王石的本意是慈善是完全自愿的行为，企业做好经营、依法纳税、解决就业就是对社会最大的贡献，无论是企业还是员工都不应“被捐款”，“不要让慈善成为负担”，而且万科不是王石个人的企业，捐更多钱需要召开股东大会走流程。不过，后来迫于舆论压力，王石在灾区对公司“捐款门”事件公开道歉，万科公司也随即提出捐助1亿元重建灾区的方案。

五、贵人郑裕彤，援手度危机

（一）办法总比困难多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果能提前几个月完成上市计划，如果没有花80亿元拿那三块贵地，恒大就不至于面临如此巨大的危机。但是，历史不能假设，现实没有如果。在生死存亡之际，恒大要么认命放弃，10年创业毁于一旦，成为教科书上继顺驰之后又一个欲速而不达的经典失败案例；要么打起精神，置之死地而后生。从不服输的许家印，毫不犹豫地选择了后者。许家印常说：“当企业发展遇到困难时，所有人都要集中精力想办法解决，而不是为自己的退缩找借口。要知道，办法总比困难多，只要敢想敢干，就一定能度过危机。”

面对巨大的资金缺口，恒大首先能做的就是最大限度地开源节流，具体措施包括：停止拿地；调整工程建设计划，临近预售的项目优先保障，其他项目建设放缓甚至暂停；优惠促销已拿到预售证的房子。例如，重庆科技学院地块等新项目就全面停工数月。2008年3月27日，恒大刊登广告，将其旗舰楼盘广州恒大御景半岛的100套单位以7折销售，另有10套独立别墅、5套联排别墅以7.5折发售。但是单凭这些举措是远远不够的，在市场不景气的情况下，降价促销的效果也一般。

于是，有人给恒大出了几个“损招”：一是将在建的尚未达到预售标准的房子提前销售；二是出售部分土地储备给同行；三是效法当年的顺驰，干脆被同行收购算了。许家印和管理团队认真考虑后决定：对于这些有可能损害公司品牌的建议，一律不采纳。恒大绝不在达到内部预售标准前预售项目，也绝不直接出售土地储备。如果恒大在这个时候销售不达标准的房子，会直接影响恒大品牌。如果出售项目土地，消费者会想：“恒大都沦落到靠卖土地维持了，产品品质还有保证吗？”那么，恒大这个品牌也会就此倒下。即使将来能渡过难关，也很难恢复品牌形象。至于被同行收购，又没到山穷水尽的地步，许家印更是想都不会想。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

没到山穷水尽，是因为在许家印面前还有一条路：私募融资。在公司层面，恒大可以增发股票引入战略投资者进行第二轮融资；在项目层面，也可以转让部分优质项目的部分股权给财务投资者而非同行，这样项目的操盘者仍然是恒大。

（二）贵人相助，挺过危机

首轮入股恒大的战略投资者美林、德银和淡马锡，以及2007年给予恒大结构担保贷款的瑞信，曾因共同利益与恒大“亲密无间”，但IPO失败后，双方的关系发生了微妙的变化。受金融危机的影响，恒大2008年全年的经营业绩指标极有可能达不到结构担保贷款及其他海外融资协议中的业绩承诺条款要求，发生协议条款违约难以避免，这意味着许家印的恒大控股权将很有可能旁落他人。然而机构投资者们假如此时逼死恒大、夺取恒大的控制权，自己却未必能驾驭恒大这么大规模、这么复杂的房地产开发企业，毕竟他们擅长的不是造房子。于是，博弈之下，有恃无恐的许家印反而展现出“欠钱的才是爷”的气势。有媒体报道，投资银行家们主动找上门来和许家印协商解决之道，但竟被告知其已约人打高尔夫，许家印只能给他们10分钟时间。

许家印需要找来新的、有影响力的战略投资者发起第二轮私募，重拾市场信心。为此，许家印亲自跑到了香港。之前恒大地产的很多项目开盘时，曾经请过香港英皇旗下的明星代言，因此，许家印也算和英皇主席杨受成、新世界主席郑裕彤有过交情。绰号“鲨胆彤”的郑裕彤，不仅是香港珠宝界的老大哥，还在香港房地产行业中占据举足轻重的地位。如果能请到郑裕彤出面帮忙，恒大一定能渡过这个难关。于是，许家印每个星期都会借着去郑裕彤家中打锄大地的机会进行游说，常常一打就是一个晚上。经过3个月的努力，许家印终于赢得了郑裕彤的信任，让对方看到了自己的诚心，最终决定出手帮助恒大渡过难关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2008年6月，郑裕彤控股的周大福公司以1.5亿美元入股恒大，占投后股份的3.9%；科威特投资局投资1.46亿美元，占股3.8%；首批战略投资者中的德意志银行、美林银行分别追加投资6000万美元和5000万美元，另外三名机构投资者合计投资1亿美元。截至6月29日，5.06亿美元全部到账。至此，美林银行已经累计投资恒大3.1亿美元，包括2006年12月的1.3亿美元首批战投和2007年10月出资1.3亿美元购买的项目股权；而德意志银行两轮战投合计出资1.93亿美元。当然，危难之中出让股权不可能卖出好价钱。第二轮融资，恒大地产投前估值260亿港元（投后估值为300亿港元），比之前IPO时拟定的约500亿~700亿港元的估值区间缩水过半，而许家印个人持股也被稀释到56.36%。不过，比起2006年12月首轮战投时12亿美元（约合94亿港元）的投后估值，还是有显著升值的。

其实，战略投资者为了支持恒大尽早上市，也做出了一些让步。据后来夏海钧博士在一次业绩发布会上做出的澄清，战略投资者当时愿意只拿当初承诺投资回报的80%，把其余20%（约12亿港元）给了大股东许家印。而许家印则以个人名义与美林、德银、周大福等机构就上市后一年内的股价签署了对赌协议，承诺如果上市一年后战投解禁时，股价低于3.5港元，许家印将私人以现金补偿投资者12亿港元。

此外，在项目层面，郑裕彤还同意以财务投资者身份投资7.8亿元人民币取得武汉恒大华府和佛山恒大名都两个项目60%的股权，并为广州绢麻厂、重庆科技学院和上海浦东三块贵地寻找财务投资者。后来，广州绢麻厂项目由于政府修改了土地规划（住宅变商业）而被收回；重庆科技学院项目（恒大名都）复工后于2009年9月开盘，分5期完成开发；上海浦东项目（恒大滨江华府）则因为拆迁未完成拖了近10年才开发，到2018年底才开盘销售；武汉恒大华府和佛山恒大名都出让的股权则于若干年后被恒大地产回购。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在楼市仍然低迷的环境下，2008年国庆黄金周，恒大分布于全国12个城市的18个楼盘同期开盘，以非常优惠的价格，一举实现合约销售21亿元，进一步缓解了资金压力。由于多个项目同时从净投入期转入预售回款期，恒大历史上最艰难的时期终于挺过去了。

六、二次上市终获成功

（一）四万亿计划

2008年，次贷危机引发的全球金融风暴对中国经济产生了巨大冲击。中国经济增速快速回落，出口出现负增长，大批农民工失业返乡，经济面临硬着陆的风险。为了扭转这种危机，进一步扩大内需，促进经济恢复增长，中国政府于2008年11月出台了“四万亿计划”。可以说，四万亿计划事实上刺激了房地产市场的复苏，拯救了整个行业特别是一大批高负债的开发商。2009年春节前，全国楼市还是一片萧条，开发商各种促销、优惠措施频出却效果不佳。但从第二季度起，由于货币超发，过剩的流动性转道进入房地产领域，民间房地产投资需求卷土重来，一直观望盼跌的刚性需求也坐不住了，两者叠加导致全国楼市量价齐升，多地房价暴涨甚至翻倍。临近年底，口袋有钱的开发商又开始了新一轮拿地潮，全国各地地王频出。

作为四万亿计划的受益者，2008年经历了生死劫难的恒大，到2009年终于彻底缓过气来。根据第三方机构克尔瑞2009年10月发布的报告，恒大地产以5120万平方米的土地储备面积保持行业第一；54个项目中有45个位于直辖市和省会城市的城区；在建工程面积1660万平方米，居行业第一；前9个月累计合约销售面积，恒大超过碧桂园和万科，居行业第一；前9个月累计合约销售金额，恒大则以231亿元排名行业第五，是2008年全年合约销售额的近4倍；如果单算2009年三季度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的合约销售金额，恒大也首次超过万科成为单季度行业冠军；同时，恒大的销售均价也随行就市，9月比1月平均提升了46%。

（二）上市成功心却痛

随着香港恒生指数大幅反弹，资本市场恢复了融资功能，恒大地产这次几乎第一时间抓住了上市窗口。2009年9月，许家印宣布，恒大地产再次启动香港IPO，并于9月29日通过了香港联交所的上市聆讯。按照计划，10月份将举行路演，11月正式挂牌上市。

与首次IPO之前仅有土地储备一个亮点相比，此时的恒大，已经有一系列数据排名行业前列。截至2009年9月底，恒大账面总资产和净资产分别为481亿元和89亿元，账面现金100亿元；总有息负债145亿元，其中一年内到期的有息负债73亿元，净负债率指标良好。

不过，虽然中国楼市已经全面复苏甚至火爆，在香港上市的央企中国海外发展和华润置地的市值已经基本涨回2007年的历史最高点，但国际资本市场对内地民营房地产企业仍然不看好，碧桂园的市值较2007年4月上市时跌去六成，较历史高点跌了八成。

为促成恒大地产尽快上市，打通自己的退出渠道，战略投资者们这次都很卖力，主动降低目标回报率，建议将招股价定在3~4港元／股。路演后，最终定价3.5港元／股，这意味着恒大地产IPO前的估值仅约490亿港元，远低于许家印的心理期望。但是有了2008年的前车之鉴，许家印也不愿意冒险等待更好的时机。权衡之下，不愿意股权被廉价稀释的许家印决定大幅降低招股数量，仅公开发售了10.05亿股，使总股数升至150亿股，净募集资金约32亿港元，合4.1亿美元，这与原本希望IPO上市能筹集15亿美元资金相去甚远。在被记者问及为何IPO规模大幅缩水时，许家印表示“太便宜，卖得很心痛，只好少卖点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

儿”。记者追问为何招股价低仍要招股，许家印坦言“上市是公司的战略部署”。

由于IPO融资规模太小，很不“解渴”，上市仅仅两个月后，恒大地产就以13%的高息发行了7.5亿美元的5年期优先票据，融资额远超IPO。在许家印心里，以13%的利息发债比廉价配股稀释股权划算太多。

恒大地产的IPO路演获得了84岁高龄的香港新世界发展集团董事会主席郑裕彤博士的力挺，这让其他投资者信心倍增。加之招股价低廉，恒大地产的股票获得了11倍超额认购。其中，华人首富李嘉诚通过长江实业以逾1亿美元认购；英皇集团主席杨受成以私人名义认购逾亿元；中逾置地主席张松桥、澳门赛马会董事总经理李志强则通过国际配售认购恒大股份；原本已是恒大股东的郑裕彤加码投资5000万美元，恒大上市后其合计持有恒大股份达4.77%。

便宜也好，贵也罢，历时三年，起伏跌宕，涅槃梦圆。2009年11月5日，恒大地产终于上市成功。上市给许家印松了绑，给战略投资者们打通了退出渠道。

（三）新“首富”：最宝贵的财富是队伍

2009年11月5日晚，恒大地产集团上市庆祝酒会在港岛香格里拉大酒店隆重举行。灯火璀璨聚香江，高朋满座贺巅峰。应邀出席庆祝酒会的嘉宾有恒大的战略合作伙伴、新老战投、股东代表，负责恒大上市的各大投行、各中介机构代表等800多位贵宾朋友，包括郑裕彤博士、刘銮雄先生等香港知名人士。

恒大集团董事局主席许家印在致辞中首先感谢了这些年来所有帮助过恒大的各界人士和机构，然后为恒大拥有一支专业经验丰富、最具战斗力的团队而自豪。他说：“这十几年来，我们这支队伍积极进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

取、埋头苦干，成功抵御了亚洲金融风暴、全球金融危机以及全球房地产市场波动的各种影响，克服了不能克服的，战胜了不能战胜的，令我们的事业跨越难关、蒸蒸日上。可以说，每一位努力进取的恒大人，都是恒大无法估量的财富，也是我们的投资者最有力的财富保障。”展望未来，许家印表示恒大将继续为实现“规模一流、品牌一流、团队一流”的目标而努力拼搏，打造国际化的房地产领袖企业，为股东带来丰硕回报。

在许家印心中，他亲手带起来的这支队伍才是他最宝贵的财富，他时常挂在嘴边的一句话是：“在公司发展历程中最艰难的时期，没有一个中层以上干部离职。”加盟恒大不久就赶上生死危机的董事局副主席、总裁夏海钧也感慨万千：“数不清有多少个不眠之夜，每一天都有精彩的故事发生。”

上市当天，恒大地产收盘市值为705亿港元，一举超过碧桂园，成为中国内地市值最大的民营房地产企业。而许家印也以422亿元人民币的身家，超过比亚迪公司的王传福，成为中国内地新首富。不过，得知自己荣登首富后，许家印立刻低调起来，取消了原计划将于次日举办的一场盛大的新闻发布会以及其他的大型公开庆祝活动。面对首富的头衔，许家印很无奈地说：“富豪榜是评出来的，可是我的财富是干出来的。我不知道他们怎么评的，当然我也不会阻止别人去评。（做首富）除了（会让）别人心理不平衡来盯着你，甚至（招致）不明真相的人来骂你，其实真的没啥好处。但是，你的企业上市了，这是一个公开的秘密，藏不住。”

2009年全年，全国商品房销售总额4.40万亿元，恒大地产的合约销售额303亿元，是2006年的18倍，市场份额提升为0.69%。许家印如期兑现了自己三年前吹的那个牛——“三年后的恒大相当于今天的十个、二十个恒大。”只是，个中惊险，心有余悸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（四）结怨德意志银行

“这才是大赢家！”恒大地产挂牌当日，香港联交所交易大厅里，许家印高举着美林、淡马锡等一干投资人士的手，笑着对现场数十家媒体说道。恒大挂牌当日收盘市值为705亿港元，把两次股权摊薄因素考虑在内，两轮战略投资者账面浮盈都十分丰厚。美林的蓬钢毫不讳言他在两轮私募投资人中获益最多，共投入1.83亿美元，恒大地产上市后转换成8.9亿股，以当日收盘价计算，浮盈3.76亿美元。

然而，同为首批战略投资者的德意志银行，则十分不幸地做砸了这笔交易，两轮投入超过1.9亿美元，只收回1.53亿美元。原来，在愈演愈烈的全球金融危机中，遭受很大损失的德意志银行被迫调整全球业务，做出了退出亚洲房地产投资的决定。德银主动与许家印协商退股，最终达成协议。2009年6月，许家印以太太的名义，按照原价80%的价格回购了德银所持恒大地产全部股份。不过，为了弥补德意志银行退出的损失，当时双方约定剩下的20%将作为认购期权给予德意志银行，共约1.4亿股，行权价为2.07港元，即恒大将来上市后，德意志银行可以2.07港元／股的价格，向许家印认购最多1.4亿股恒大股份并在二级市场出售赚取差价。

对许家印来说，这笔意料之外的回购无疑是个大便宜。因为在引入周大福等第二轮战略投资之后，许家印的个人持股已经被稀释到56.36%。这时如果IPO发新股数量超过原股份的12.72%，许家印就将因持股比例不足50%而失去对公司的绝对控制权。虽然当时，恒大地产并没有回购这笔股权的财务实力，而且根据法律条款，也不能由公司出面收购，但许家印还是向郑裕彤借来了一笔资金，并以许太太的名义回购并持股。回购完成后，许家印夫妇对恒大地产的持股比例由56.36%上升到67.55%。这样，将来IPO之后，许家印也足以保持对公司的绝对控股权。夏海钧对老板的此项资本运作大为赞赏，称其：“长远眼光、迅速行动。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

仅仅三个月后，由于中国房地产市场迅速回暖，香港股市也大涨，上市窗口重新开启，恒大地产重新启动了IPO。据传，德意志银行得知此事后，强烈要求重新买回8折出售的股份，但“许家印玩了命要拿回控股权”，没有答应。十分沮丧的德意志银行“在履行协议时频频设置障碍，甚至不希望恒大地产上市成功”。

恒大地产上市不久，中国政府为了遏制房价过快上涨，又开启了新一轮严厉调控，内地民营房地产股票经历了一波长达半年的持续下跌。到2010年5月，恒大地产股价一度被砸至2.00港元整数关口，较上市首日收盘价跌去一半多，德银所持的1.4亿股行权价为2.07港元／股的期权也一度变成废纸。8月上旬，恒大地产股价随大盘反弹到2.6~3.0港元区间，德银按规定行使了一半的期权。由于股价低，德银至此也没有完全挽回损失。

应该说，作为首批战略投资者，德意志银行为恒大地产的发展做出了重要贡献，但最终这笔投资没能赚到钱让人感到十分遗憾。德银因此与恒大“结下了梁子”，后来成为长期唱空恒大的空方领袖。

（五）股权激励

值得一提的是，趁着2010年5月股价大跌至2港元上下的机会，许家印对公司135名中高层管理人员实施了第二轮股权激励，授予股票期权总计7.13亿股，行权价2.40港元／股。所有股票期权将分5批解锁，每批20%，行权有效期为解锁后的5年之内。其中第一批解锁时间是2010年12月31日，行权有效期到2015年12月31日为止，以后每过一年解锁一批。行权之前，如果股票有分红，行权价会随之除权，比如分红0.50港元／股，行权价就会降到1.90港元／股。那么，这些股票期权的价值有多高呢？以某位被授予100万股的管理者为例，不考虑分红的影响，假如平均行权价为5.40港元／股，那么这笔期权的税前价值就是（5.40港元／股-2.40港元／股）×100万股=300万港元。如果股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价始终低于行权价，股票期权就是废纸一张。此外，早在上市之前不到一个月，许家印曾对少数高管实施过第一轮股权激励，规模相对较小。

2010年8月底，恒大公布了靓丽的中期业绩，恒大地产的股价持续走强，直到2011年7月达到阶段高点6.27港元。2010年全年，恒大地产的合约销售额达到504亿元，较2009年的303亿元大增66.3%；归股东净利润也从上年的10.5亿元激增至75.9亿元。

值得一提的是“大赢家”美林银行的首批减持没能等到股价高位。2010年11月一经解禁，美林就迫不及待地先转让了约3.6亿股，套现13.5亿~13.8亿港元，转让价为3.75~3.83港元／股，被其他机构投资者积极抢购。相对于4年前约1.5港元／股的入股成本，美林这批股份的收益也算可观。此后，由于美林持股低于5%，继续减持也无须披露了。

作为二轮战投增资入股的条件之一，许家印还以个人名义与美林、德银、周大福等机构就上市后一年内的股价签署了对赌协议，私人承诺现金补偿投资者可能的亏损。2010年5月，恒大股价跌至2.00港元，触发了对赌协议。然而，到2010年11月一年期满，由于股价升回4.00港元，使得许家印个人须赔付的现金降为12亿港元。当月，许家印支付了这笔钱，并宣布：“今天早上我付清了钱，我的个人财务状况是健康的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三章　拓展三线，体育营销

一、三四线，快周转

（一）稳健经营，再攀高峰

恒大地产成功上市之后，大难不死、心有余悸的许家印，立即在公司内部明确提出了两项要求：一是保证公司的现金余额不低于100亿元，这是一个硬指标；二是力争每年的上半年，都要完成当年任务的60%以上。许家印还说：“在经历了高速的跨越发展后，企业必须有一个休整期。盲目地前进，只能带来管理的落后，这是绝对不允许的。”

但如果你就此认为恒大要放低增长速度，原地休息一两年，那就错了。从2009年到2011年，是恒大第5个“三年计划”，主题是“稳健经营，再攀高峰”。前半句是求稳，后半句是要继续发展，两者乍看起来是矛盾的，实则是可以平衡的。事后分析，导致首次上市失败的最大错误是上市前拿贵地、拍地王，这些项目造成了巨大资金缺口，却在短期内无法实现销售产生现金流入，一旦遇到金融危机就非常危险了。“稳健经营”，首先要坚持恒大最擅长的短平快打法，只拿便宜地，拿那种能快速开发、快速开盘、现金流能快速回正的项目。如果再次出现金融危机的苗头，则可以立即停止拿地，增加销售回笼资金，再加上账上保留的100亿元现金储备，应该可以安然过冬。在“稳健经营”的基础上，多上项目、快速裂变，实现“再攀高峰”。

（二）下沉三线城市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

截至2009年底，恒大地产在全国共有5500万平方米的土地储备，全部49个项目中有41个位于18个省会城市或直辖市城区内，2个佛山的项目紧邻广州，清远、鄂州、眉山、启东4个命名为“金碧天下”的旅游地产项目则分别瞄准广州、武汉、成都、上海的客户，仅有洛阳和包头的2个项目在地级市。正如上市招股书所描述的，这时的恒大，是“全国所有开发商中，土地储备覆盖最多省会城市或直辖市的开发商”。相比恒大，万科当时并未进入郑州、太原、石家庄、贵阳、昆明、南宁等中西部省会城市，但进入了发达省会杭州、福州，以及一些沿海地区经济发达的地级市。

2010年起，欲“再攀高峰”的恒大，面临新的战略抉择：是继续深耕这些省会城市，暂不扩张？还是向一线城市和沿海发达二线城市进军？又或者下沉到三四线城市中？管理层认真研究后发现：一线城市和发达二线城市土地市场竞争激烈，调控政策影响日趋明显，预售证发放条件越来越严苛；而很多三四线城市出现供不应求的现象，且政策优势明显，竞争对手中没有大型开发商，主要是当地中小开发商。结合恒大自身实力及优劣势，许家印最终做出决定：“深耕二线，拓展三线，重心是广大的三线城市。”

在2010年的恒大地产年报中，这样表述恒大进军三线城市的战略考量：“中国幅员辽阔，区域市场发展程度各异、发展阶段不一，自住需求极其庞大。拓展三线城市有助于我们开辟市场空间，构筑大纵深的业务体系，进而平抑市场波动，化解行业风险。拓展三线市场同时有助于我们发掘真正的自住需求，与中央政府加大市场供应、支持自住需求的宏观调控初衷不谋而合。”

需要说明的是，北上广深作为一线城市毫无争议，但恒大集团内部对二三四线城市的定义与市场普遍采取的口径不一致。恒大内部把省会城市和几个计划单列市称为二线城市，把其他地级市归为三线城市，把县级市当作四线城市。而市场习惯根据城市经济发达程度划分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二三四线，有些西部省会城市只被算作三线城市，大多数地级市被归为四线甚至五线城市。许家印经常讲恒大不进入四线城市，是指不进入县级市，但在市场看来，恒大进入的一些地级市就是四线城市。

战略方向一旦确定，恒大上下就大刀阔斧地执行起来。覆盖城市个数从2009年末的25个，快速增加到2010年底的62个，再到2011年底的103个，新进入的城市除了省会城市济南、长春、哈尔滨、呼和浩特、兰州、西宁、银川、乌鲁木齐和极个别县级市外，主要都是地级市。项目个数从2009年底的57个，增加到2010年底的112个，再到2011年底的187个；土地储备面积从2009年底的5500万平方米，增加到2010年底的9600万平方米，再到2011年底的1.37亿平方米。2010年和2011年两年新增土地储备的平均成本则分别为648元／平方米和667元／平方米，保持低位，坚持不拿贵地的既定方针。

在2016年3月底举行的年度业绩发布会上，带着2015年销售额突破2000亿元的优异战绩，许家印和夏海钧回顾起恒大的发展历程："2006年，以恒大的财力，仅够在一线城市拿一块地。为花最少的钱办最多的事，恒大选择了大面积进军二线省会城市。这些城市当时还是挖个坑就能卖楼，地价也很便宜。2009年，二线城市要求完成主体结构三分之二才能预售，地价也增长了。恒大面临进一线还是三线的选择，最终决定先进入满足条件的三线城市，继续快速做大规模。选择城市时要求市区人口50万人以上、GDP1000亿元以上、存款余额300亿元以上。如果当时进入一线，恒大现在的规模可能只有500亿元。"

（三）快周转模式

克而瑞，是国内房地产行业权威的第三方研究机构之一。从2009年起，克而瑞推出了中国房地产企业销售排行榜。在这个榜单中，位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

居前列的，基本都是以万科、恒大、碧桂园、融创等为代表的奉行“快周转模式”的开发商。

快周转模式，一般指开发商拿到地就尽快开工建设、尽早开盘销售，以求快速回笼资金、滚动投入新项目中去。与之相对应的，是慢周转甚至囤地坐享升值的模式。香港房地产市场步入成熟期后，新增土地供应稀缺，拍到一块价钱合适的地并不容易。于是，香港地产商的主流经营模式就变为先囤地等升值，精耕细作，力求最大化地实现土地价值。事实上，好不容易拍下一块很贵的地，如果立即开发销售，往往赚不到多少钱，还未必能拿到下一块合适的地。与其这样，还不如先囤几年，待房价上涨利润空间变大后，分期开发，分批慢慢卖，往往能赚得盆满钵满。这些香港地产商进入内地市场后，凭借雄厚财力和港资身份优势，拿下了不少一二线城市核心地段的优质土地，但随后也习惯性地玩起了囤地等升值的游戏，开发进度非常缓慢。这种策略也被很多不想追求规模的内地地产商效仿，拍到好地，一囤多年，以各种理由不开工，坐享地价升值。

除了是否囤地、建设速度快慢的区别，快周转模式和慢周转模式还有一大区别就是自持商业物业的比重。一般来说，纯住宅开发项目的周转速度最快，因为整个项目都可以出售，开发商可能投入10亿元进去，产生20亿元出来。而纯自持的商业项目，比如持有收租的酒店、商场、写字楼则周转速度较慢，开发商投入10亿元进去，名义上也赚了10亿元甚至更多的账面利润，但资金却沉淀进去了，无法通过销售变现，通过租金回收成本至少需要十几年。现实中，开发商只想做住宅，地方政府则希望他们建酒店、商场、写字楼，博弈的结果就是很多土地在出让时，将住宅与各种商业业态捆绑，即所谓综合体项目。万科以前为了快周转，就坚决不做综合体，只做纯住宅。

相比而言，慢周转模式毛利率极高，快周转模式薄利多销。投入同样的初始资金，慢周转模式可能三年周转一圈，赚一倍，一元钱变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

两元钱，而快周转模式虽然每圈只赚50%，但三年可能转四圈，一元钱最终变成五元钱。因此，体现在销售额和自有资金的增长上，快周转房企的规模增速往往令慢周转房企望尘莫及。

白手起家、底子薄的恒大地产，从成立第一天起，压根就没有玩囤地模式的资本，拿地的钱都是借来的，每天都会产生利息，唯一的选择就是快周转。在通过金碧系列项目完成原始资本积累后，志向远大的许家印不满足于做富家翁，而是要追求规模一流，坚持快周转模式自然是不二选择。后来在标准化运营中，恒大又把快周转模式实施得淋漓尽致，具体措施比如只拿便宜地、土地款尽量分期支付、拿地后立即开工、尽快拿到预售证开盘销售、“开盘必特价”确保首期旺销等。在项目管理上，要按照适度从紧的方式确定开盘日期并倒排每一个关键时间节点，将目标层层分解、压力到人，形成各司其职、各负其责、层层抓落实的工作局面。

许家印曾经举了一个实例来说明恒大项目的快周转。2009年4月30日，西安恒大城项目面临买不买地的决策。许家印给地区公司的要求是：如果能保证当年10月1日开盘，就买；不能保证，就不买。结果西安分公司拍胸脯说没问题。果然，10月1日，该项目如期开盘，体现了恒大速度，展现了恒大的执行力。西安恒大城项目，总地价4.2亿元，建筑面积66万平方米。按合同规定，到2009年9月30日，恒大已付地价款3.7亿元，同时，工程建设投入了7200万元，两者合计现金支出是4.42亿元。而项目在银行的抵押贷款是5亿元，到9月30日已放款1.8亿元，10月1日项目开盘当天就劲销6.5亿元，合计可以流入现金8.3亿元。售楼款大部分能在一两个月内陆续到账，也就是说，大概到11月份，整个项目的现金流就能够转正，此时距拿地仅6个多月。回收的现金流，部分继续用于项目开发，部分就可以上交总部滚动投入新项目拿地了。

（四）销售面积行业第一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

随着深耕二线、拓展三线及快周转战略的坚定实施，恒大的各项业绩指标均快速增长，行业排名不断攀升，迅速甩开“华南五虎”的其他四家，直追行业四强万科、保利、中海、绿地。如表3.1所示，在2010年的房企销售面积排行榜上，恒大地产升至行业第2名，以微弱差距落后于万科。销售金额榜单上，由于三四线城市房价显著低于一二线，恒大排名行业第5，销售额约为榜首万科1026亿元的一半。

表3.1　克而瑞2010年房企TOP10销售排行榜

排名	公司名称	销售金额/亿元	排名	公司名称	销售面积/万平方米
1	万科集团	1026	1	万科集团	847
2	保利地产	660	2	恒大地产	831
3	绿地集团	650	3	绿地集团	743
4	中海地产	578	4	保利地产	723
5	恒大地产	527	5	碧桂园	600
6	绿城中国	522	6	中海地产	530
7	万达集团	369	7	万达集团	278
8	龙湖集团	336	8	雅居乐	264
9	碧桂园	330	9	龙湖集团	258
10	富力地产	321	10	绿城中国	255

但到了2011年，如表3.2所示，继续保持高速增长的恒大地产，以808亿元的成绩连超绿地、中海、保利，一举升至行业第2名，稳健增长的万科仍然以1210亿元的成绩高居销售金额榜首。不过在销售面积排行榜上，恒大地产则以1220万平方米的成绩首次坐上行业单项冠军宝座，超过万科的1060万平方米。销售面积第一，还意味着服务业主的人数最多。与此同时，恒大在新开工面积、在建工程面积、竣工面积等指标上都成为行业第1，品牌价值也达到210亿元，规模与品牌均取得了大幅跨越。

表3.2　克而瑞2011年房企TOP10销售排行榜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

排名	公司名称	销售金额/亿元	排名	公司名称	销售面积/万平方米
1	万科集团	1210	1	恒大地产	1220
2	恒大地产	808	2	万科集团	1060
3	绿地集团	776	3	绿地集团	808
4	保利地产	732	4	碧桂园	684
5	中海地产	720	5	保利地产	647
6	万达集团	560	6	中海地产	566
7	碧桂园	430	7	万达集团	392
8	龙湖集团	381	8	龙湖集团	339
9	华润置地	366	9	雅居乐	301
10	世茂房地产	315	10	华润置地	300

从2006年到2011年，恒大从偏安一隅的地方房企一跃变成覆盖城市最多、面积规模最大的全国性房企，在“华南五虎”的排名中，也从小弟翻身成为大哥。许家印后来总结道：“经历过‘迈向国际，跨越发展’的第4个‘三年计划’以及‘稳健经营，再攀高峰’的第5个‘三年计划’后，我们实现了历史性的大跨越。短短6年，恒大在土地储备、在建工程面积、销售面积、销售金额、利润、税收等核心数据指标上，实现了三十几倍到六十几倍的增长，各项核心经济指标平均增长46倍。换句话说，我们用6年的时间造就了46个2006年规模的恒大，实现了我们所描绘的宏伟蓝图！”

二、恒大女排开启体育营销

恒大足球如今早已家喻户晓，成为恒大集团的靓丽名片和体育营销平台。但其实早在投资足球之前，恒大最先是在排球领域小试牛刀的。许家印年轻时就是中国女排和“铁榔头”郎平的“铁杆粉丝”，只要有中国女排的比赛，他几乎每场必看。1984年洛杉矶奥运会，郎平领衔的中国女排力克东道主美国女排，夺得奥运金牌，成为民族英雄。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（一）请回郎平

2009年4月24日，广东恒大女排俱乐部成立。一年前还在生死存亡的边缘挣扎的恒大，这时已经缓过劲来，不过，这时离二次成功上市还有半年时间。广东恒大女排是国内有史以来第一家真正由企业出资、实行企业化管理的排球俱乐部，而在国内其他排球俱乐部中，企业往往只是赞助商。主教练这一职位，许家印瞄上了自己的偶像——郎平。

1986年，功成名就的郎平宣布退役。她没有选择进入体制，而是在北京师范大学学习英语后赴美留学并任当地女排教练。1999年开始，郎平到意大利排球联赛执教，并在1999年至2004年率队屡获该国联赛冠军。2005年2月，郎平出任美国国家女子排球队主教练。在2008年北京奥运会小组赛中，郎平执教的美国队以3:2战胜了中国队，并最终夺得奥运银牌，“铁榔头”再一次回到国人的视线中。看到美国女排的胜利，中国有关方面有意聘请郎平回国执教中国女排，但被郎平婉拒了，她表示自己年纪大了，机会应该留给更年轻的教练。

2008年11月，离开美国女排的郎平又与土耳其电信俱乐部签订了半年多的短期合同。2009年6月，赛季结束合同期满的郎平在博客中宣布：“下一站回家。”郎平表示，在休息期间除了陪伴家人，她将会把自己执教美国女排4年期间的心路历程整理出来，此外还将参与慈善事业。至于未来，她表示：“说不定什么时候，我又会上岗再就业呢！”

仅仅两个月后，2009年8月12日上午，郎平就在广州恒大酒店举行的欢迎仪式上正式签约广东恒大女子排球俱乐部，出任主教练。郎平在接受媒体采访时说：“恒大应该是在我决定不继续执教土耳其电信队之后到今年回国之前的这段时间里联系我的，如果我没有记错应该是6月份。恒大方面很早就下决心要搞女排，也一直在和排管中心进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

积极的沟通，他们得知我不再执教土耳其电信队以后，就通过排管中心联系上了我。”

令各界媒体非常好奇的是，这位中国女排乃至世界女排功勋人物为何要选择一家几乎是从零起步的中国俱乐部，郎平回答说是被对方的诚心所打动：“其实我一开始也很犹豫，毕竟不了解情况。尤其是在回国之前，对恒大的了解就更少了。通过排管中心徐利主任和张蓉芳的推荐联系上我以后，恒大的许总对请我加盟表示出非常大的诚意，一再说希望我回国后能够到恒大来看看，我也为许总对中国排球的热情和做出的支持所感动，所以还在国外的时候，我就答应许总回国后要来看一看。回国之后，毕竟是排管中心为我们牵的线，所以我首先征求了徐利主任和张蓉芳的意见，包括袁导（袁伟民），（他们）对恒大走企业排球俱乐部这条路、探索未来中国排球的发展方向都表示支持。7月份，我就应许总的邀请来到了广州，恒大对体育的热情和许总对搞女排俱乐部的决心最后促使我下了决心。”

恒大为郎平开出的年薪是500万元，合同期长达5年，这在排球界引起震动，引发了不少人的唏嘘。但恒大投入的这笔钱，立即获得了超值的回报。单单一场郎平签约发布会就吸引了来自全国上百家媒体竞相报道，这些版面如果拿来做广告，起码价值近亿元。许家印初尝体育营销的甜头，后来一发不可收拾。

在俱乐部的管理上，许家印用人不疑，充分放权，并在资金上给予及时而充分的支持，允许郎平自主引入内外援。郎平上任后招兵买马，从浙江女排引入周苏红、殷茵两员大将，又如愿将从国内退役后在意大利打球的前中国女排队长、主力二传冯坤和名将杨昊招至麾下，再加上从天津女排和河北女排转会来的队员以及恒大女排的原班人马，郎平在短时间之内就为恒大女排组织了一套豪华阵容。以这个阵容出战全国女排甲级B组联赛，毫无悬念地全胜夺冠，顺利升上顶级联赛甲级A组。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

恒大女排成立后的第二个赛季，在引入三名优秀外援进一步增强实力后，夺得全国亚军。第三个赛季，即2011至2012赛季，广东恒大女排力克“八冠王”天津女排获得中国女排顶级联赛冠军，并代表中国夺得亚洲女排冠军联赛冠军，达到球队历史巅峰。第四个赛季，恒大女排再次获得全国亚军。

（二）献出郎平

2012年伦敦奥运会，中国女排跌入低谷，仅排名第七。时任女排主教练卸任之后，主教练一职竟然后继无人！此时，所有的媒体和官方领导都把目光转向了还在恒大俱乐部执教的郎平。许家印明确表态：“以国家大局为重，支持郎导担任国家队主帅。”由于郎平与恒大的5年合同尚未到期，许家印公开承诺，郎平回归国家队后，接下来两年的工资和待遇不变，全部由恒大支付。

终于，郎平于2013年回归中国女排，并很快将队伍带出低谷，3年内连夺2014年世锦赛亚军、2015年亚锦赛冠军和世界杯冠军以及分量最重的2016年里约奥运会金牌。郎平率领的中国女排，又一次成为民族英雄。而恒大许家印的贡献，人们也没有忘记，各路媒体赞誉有加。

不过，由于国内排球联赛市场化程度较低，想从其他球队引进当打主力球员非常困难。冯坤、周苏红等老将退役后，广东恒大女排主要靠外援打天下，三年顶级联赛夺得一次冠军、两次亚军已是极限。郎平上调国家队之后，广东恒大女排于2014年改为与广东女排共建，发展战略从引援争冠变为培养年轻队员。广东恒大女排仍由恒大集团投资与管理，委派教练团队，与广东省体育局篮排中心一起负责球队的训练和比赛。当年，以青年军为班底的广东恒大女排成绩一落千丈，降级到次级联赛。“恒大不再投资女排”“名为共建实为解散”“许家印是精明的生意人，醉翁之意不在酒”“女排作为恒大探

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

路职业体育、用以打响房地产品牌的使命已经完成”“恒大投资足球也是阶段性的，早晚步女排后尘”等说法甚嚣尘上。

2016至2017赛季，在次级联赛里锤炼两年的广东恒大女排成功升级，重新获得参加中国排球顶级联赛的资格。2017至2018赛季起，广东恒大女排在14支超级联赛参赛队中重返八强。

三、恒大足球（上）：强势抄底，放出卫星

（一）在反腐扫黑中抄底足球

2010年3月2日，上市三个多月的恒大集团宣布以一亿元买断广州足球俱乐部全部股权，宣告继女排之后，恒大正式进入足球领域。事后看，许家印这次抄了个“大底”，不过当时却引起了资本市场的非议，不理解恒大为何要趟足球这趟浑水。

1994年，中国足球开启职业化改革，球市随之火爆了好几年，随着2002年中国男足首次打入世界杯而达到阶段性高峰。但是，职业化改革后，中国足球假球、赌球、黑哨等丑恶现象也陆续出现并呈泛滥之势，中国足协却没有能力制止。由于对足坛现状伤心不满，有想法却无人采纳，甲A联赛四冠王大连万达老板王健林于1998年9月28日宣布退出中国足球，意在给中国足球做个警示。2002年世界杯之后，病入膏肓的中国足球一步步跌入低谷，联赛丑闻不断、青训人才断档、国家队成绩惨不忍睹，伤透心的球迷们也纷纷远离中国足球，转而关注英超、西甲。

转机发生在2009年10月，在中央有关领导的指示下，中华人民共和国公安部发动了中国足坛反腐扫黑行动，大规模地追查赌球、行贿、操纵比赛等违法犯罪行为。与以往体育界、足球界自发开展的不了了之的调查不同，这次行动的主体是公安机关，中国国家体育总局

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和中国足球协会只是配合行动。2010年2月21日，因被公安部扫赌专案组查明涉及假球案，广州广药和成都谢菲联两家足球俱乐部被罚降级至中甲联赛，青岛海利丰俱乐部则被直接取消联赛注册资格。后来，多名参与腐败和假球的足协官员、裁判员陆续被绳之以法。足坛反腐扫黑行动如寒冬里的一把火，重新点燃中国球迷、投资人和相关从业者心中的希望。

在这次行动中，局外人恒大和许家印意外地成为受益者。在2008年奥运会后，许家印嗅到了中国体育市场的机会，决定投资社会影响力最大的三大球项目。但当时广州足球俱乐部由广药集团控股，广东宏远男篮正如日中天，留给恒大的选择只有排球。于是，2009年4月，恒大成立了女排俱乐部，随后聘请了郎平做主教练。这次成功的商业运作坚定了许家印体育营销的信念。2010年初，因广州足球俱乐部被罚降级，原控股方决定退出足球，广州足球进入了政府托管模式。许家印当然不会放过这样的天赐良机，恒大很快就开始和广州市体育局洽谈接手事宜。由于中国足球处于低谷中，并无其他企业愿意竞争这个烫手山芋，而恒大此前投资女排已有成功合作，广州市体育局点头同意恒大入主足球也就顺理成章了。这正应了那句话：机会总是留给有准备的人。

在签约发布会上，许家印说道：“投资足球，我其实已经想了很多年了，现在只不过算是得偿所愿。恒大起源于广州，发展于广州，从小到大，从弱到强，得到广州人民的大力支持，有了社会的支持才有恒大，在广州足球遇到困难的时候，恒大也应该承担责任和义务，支持广州足球队的发展。至于回报，其实我还没有考虑，我只是希望广州足球早日冲出国门走向亚洲和世界，当然我对于广州足球的发展充满信心，对于中国足球的未来也是充满信心的。”关于目标，许家印表态：“既然我们做出了这个决定，就一定会把广州足球做大做强！恒大一贯的作风，就是要么不做，要么做好。我们会不惜代价，争取让广州足球重回巅峰，不敢说走向世界，但要争取走出国门。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（二）火线换帅

虽然恒大100%买断了广州足球俱乐部的股权，但广州足协方面担心恒大会像之前入主的企业一样成为过客，最后把烂摊子留给自己，所以在转让协议里签了四条“君子协定”：第一，恒大必须马上拨款给俱乐部运作；第二，俱乐部第一年由广州足协管理；第三，恒大所有关于球队的决议都必须汇报；第四，所有事情都必须集体决议才能通过。

不过，恒大与广州足协之间的合作在初期很不愉快。3月2日签约，3月3日晚6点，恒大集团的人突然上门造访俱乐部，要求“查账”，遭到俱乐部原工作人员的断然拒绝。俱乐部人员称6点要下班了；恒大人员称恒大已收购俱乐部，对方已属恒大员工，恒大员工通宵工作很正常；俱乐部人员反驳自己并不是恒大员工。最终查账未果，但这件事情体现出双方行事风格差异巨大。

3月14日，广州足协和恒大之间的四条“君子协定”被曝光。3月15日，广州足球俱乐部有限公司转让给广州恒大地产足球俱乐部的公示期结束，无人提出异议，意味着转让完成。

随后，在俱乐部换帅问题上，恒大与广州足协出现严重意见分歧，恒大方面坚决要求更换教练组，广州足协则坚决反对。最后在广州体育局某位领导的支持下，3月18日，换帅方案才被通过。

由于离中甲首场比赛开赛只剩半个月时间，恒大在短短几天时间内很难找到世界级名帅，于是想到了非常熟悉中国、当时正赋闲在家的韩国“铁帅”李章洙。从1998年起，李章洙先后执教重庆、青岛中能、北京国安，有极为丰富的中国执教经验。3月19至22日，新任命的广州恒大足球俱乐部董事长刘永灼私下不断地和李章洙诚意沟通，李章洙不太愿意屈就中国次级联赛球队主教练，但答应到广州看一下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3月23日，李章洙与刘永灼谈了很长时间，仍然有疑虑，并没有答应下来。这时，广州足协却不知李章洙已经抵达广州。3月24日晚，许家印在恒大酒店和李章洙密谈了将近三个小时，后者终于被说服同意执教广州队。3月25日，恒大紧急召开新闻发布会，宣布聘任李章洙为球队主教练。直到新闻发布会前一个半小时，还在带队备战首场比赛的原中方主教练才得知自己被解职。同意恒大换帅的广州足协和广州市体育局万万没想到恒大动作这么快，对新帅人选也毫不知情，而恒大的做法显然没把四条“君子协定”当回事。

恒大的闪电换帅因为保密工作做得好，引起了极大的新闻轰动效应，但也在情感上对原教练组以及广州足协造成了伤害。3月28日晚，在恒大集团和广州市体育局联合召开的新闻发布会上，许家印当众诚恳道歉：“（教练）调整方式还存在很多不妥，让市体育局、市领导和广州球迷感到很突然，在此我深表歉意，希望大家谅解，也希望大家理解恒大。这事让体育局和足协受了委屈，伤害了原教练班子、广州球迷的感情，我在这里诚恳致歉。教练的安排，责任全在我身上。”随后，原主教练被高薪聘请为梯队青训主教练。

不过，许家印并没有知“错”就改，2012年和2015年广州恒大又上演了两次这样的闪电换帅，一次是世界名帅“银狐”里皮取代李章洙，另一次是另一位世界名帅斯科拉里取代卡纳瓦罗，每一次都取得了轰动效应，每一次许家印都要对被换下的主帅表达歉意。

（三）五年内要夺亚洲冠军？

就在韩国铁帅李章洙执教广州恒大俱乐部的前后几天，四支代表中超联赛出战亚冠（亚洲俱乐部冠军联赛）的球队，在与四支韩国K联赛球队背靠背两回合八场正面交锋中，竟然八战全败，甚至没能取得一场平局，续写了中国球队对韩比赛的屈辱史。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而一个月后，2010年4月26日，一支在中甲联赛中暂时排名第七的球队的投资人却公开提出：要用一年时间晋级中超联赛，两年时间获得亚冠联赛参赛资格，三年时间夺取中超联赛冠军，五年时间力争亚冠联赛冠军！这位投资人就是恒大集团主席许家印，发言场合是在有女排球俱乐部的姑娘们和足球俱乐部的小伙子们参加的小型联欢会上。

消息传出，舆论一片哗然，当然，主要是嘲讽和讥笑的声音。绝大多数人乃至专业人士，都认定这只不过是瞎吹。一位退役不久的前国足中锋讽刺说："五年内拿亚冠冠军？如果你没把它当句笑话，那你脑子一定进水了！"

其实，在恒大进军足球的最初两年，整个足球界对异军突起的广州恒大并不服气，对许家印的主流印象就是一个没有底蕴的房地产暴发户，挥舞着钞票买买买的土豪。对于足球圈，恒大就像一个外来的野蛮人，将既有的利益格局打得粉碎，有传言说还曾遭到一些俱乐部的"联合抵制"。部分媒体和广东以外的球迷都在等着看恒大的笑话，看恒大这个"土豪"的钱能"烧"多久。

（四）铁腕管理

中国足球的水很深，初来乍到、毫无经验的恒大，凭什么敢于制定"三年夺中超冠军，五年拿亚冠冠军"的目标？许家印的信心首先来自管理，他相信，将恒大集团的管理经验移植到俱乐部，能够帮助恒大足球迅速脱颖而出。

说到俱乐部管理，首先是足球经理团队的选择。一般来说，新投资足球的老板都会寻求当地足协的帮助，聘请一位足球名宿做副总获取经验，打通人脉。人脉这东西在当时的中国足球圈太重要了，无论是想争冠还是要保级，关键时刻，人脉就能带来积分。但许家印

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

说：“中国足球有什么成功经验？有经验为什么搞成这样？”于是广州恒大足球俱乐部的全体管理和后勤人员，清一色都是恒大集团内部选派的毫无职业足球管理经验的二十多岁的毛头小伙子，而领头的则是当年年仅29岁的俱乐部董事长刘永灼——后来被公认为中国最好的足球经理。

其次是坚定不移地树立主教练的管理权威。许家印从一开始就为俱乐部明确了“董事长领导下的主教练负责制”，重点是“主教练负责制”。恒大集团董事局只负责制定俱乐部的大政方针，在球队里面，主教练一个人说了算，而俱乐部董事长刘永灼带领的俱乐部管理和后勤团队主要负责按照主教练的要求引进内外援，以及按照欧洲一流俱乐部的标准做好方方面面的后勤保障。中国足球有一些不职业的陋习，比如俱乐部投资人经常进入更衣室，甚至在教练席上亲自干预指挥。广州恒大俱乐部则从一开始就规定：俱乐部官员不能进入更衣室。许家印的原话是：“绝对不能出现俱乐部官员走进球队更衣室的情况，否则即使是董事长刘永灼也会被撤职。”

在具体管理制度上，俱乐部董事长刘永灼一上任就宣布了球队的“三五队规”——“五必须”“五不准”和“五开除”。“五必须”主要指尊重球迷、对手、裁判、媒体等。“五不准”除了涉及考勤纪律，还规定球员不准泄密、不准与俱乐部管理人员相互吃请送礼、不准拉帮结派互相攻击。“五开除”的第一条就是“不服从主教练安排者，开除”；第四条是“参与假球、赌球、消极比赛、违背职业道德者，开除”；此外，服用禁药、比赛期间抽烟喝酒、损害公司品牌形象者，也将被开除。上述管理制度无不针对中国足球普遍存在的顽疾，如球员和家长为了获得一线队资格主动或被迫贿赂教练，又如有球队主力球员拉帮结派，串通起来，故意连续输球，做掉“不听话”的主教练。有了制度就必须严格执行，后来队长郑智曾因比赛中不必要的犯规被罚款10万元，大牌外援孔卡曾因中途被换下场后对主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

教练不满而被罚款100万元并内部停赛9场。数年后，“三五队规”又陆续升级为“三六”队规、“三九”队规。

假球、赌球一直是足球圈里的毒瘤，赌博集团为了利益往往收买球员打假球。广州恒大的应对措施是“高薪养廉”、重奖重罚。恒大球员的年薪、奖金在国内乃至整个亚洲都是首屈一指的。恒大还首创了在联赛中输球倒扣奖金的制度，这与恒大集团日常管理中重奖重罚的制度一脉相承。具体来说：中超联赛，赢一场球，全队奖励300万元，平一场不奖不罚，输一场则罚款300万元；全国球迷关注的亚冠联赛，赢一场奖励600万元，平一场奖励300万元，输一场不奖不罚，每多一个净胜球额外奖励300万元。每场比赛的奖金，教练组、后勤团队拿固定的比例，剩下由主教练负责分配给球员，主力、替补和未出场球员的奖金差距很大。球员努力踢球，保住主力位置，能得到很高的薪酬，如果表现失常，很可能长期失去主力位置甚至上场机会，一旦被发现参与假球还会被开除，身败名裂，得不偿失。恒大总是试图从制度上防止腐败、奖勤罚懒，调动所有人的积极性，促进队内良性竞争。

（五）引入强援组建最强战队

足球虽然是讲求整体实力的，但也有极大的偶然性，尤其是亚冠这种杯赛，没有全面高出竞争对手一大截的综合实力，想夺得冠军只能寄托在好运气上。对于一支球队来说，球员实力不行，管理再怎么先进也难以取得好成绩。恒大从一开始投资足球，就矢志成为亚洲第一强队，而且这不是远景规划，而是五年左右就要达成的目标。这决定了俱乐部董事长刘永灼除了要加强管理，还必须尽快引入高水平的球员和教练团队，组建起一支纸面实力高出所有亚洲竞争对手一筹的“银河舰队”。靠青训远水解不了近渴，必须挥舞钞票，买、买、买！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

早在2010年3月初，恒大接手广州足球没几天，刘永灼就抢在转会窗口关闭前，以600万元的“天价”，成功从经营困难的上海申花俱乐部引入24岁的当红国脚前锋郜林。这一当时的“天价”在几年后看来简直就是“白菜价”。年中，刘永灼又把在欧洲联赛效力多年的国家队队长郑智、国家队主力左后卫孙祥和“巴西猎豹”穆里奇招致麾下，据说仅穆里奇一人的年薪在当时便可以维持一支中甲球队一年的开支。能让国家队主力郑智、孙祥、郜林心甘情愿委身中甲，着实令所有人吃惊，打动他们的，一方面是“天价”薪酬，另一方面是俱乐部的长期规划。1980年出生的郑智加盟恒大时已是三十而立的“老将”，谁能想到，时至2019年初的亚洲杯，38岁的郑智仍然是国家队和广州恒大俱乐部不可替代的队长，堪称中国足坛常青树。

2010年底，刘永灼又为广州恒大带回冯潇霆、张琳芃、姜宁、杨君四位国脚球员。其中，冯潇霆和张琳芃是国家队后卫线的绝对主力，前者已在竞争激烈的韩国K联赛中站稳脚跟，后者是中国足球名宿徐根宝老先生“十年磨一剑”培养出的得意弟子之一。2011年7月初，广州恒大正式宣布以1000万美元的转会费购入巴西甲级联赛MVP孔卡，孔卡迅速征服了广州天河体育场，被球迷誉为“天体之王”。

团队和管理两手抓、两手都很硬的广州恒大，能否实现许家印“三年中超夺冠，五年问鼎亚洲”的宏伟蓝图呢？或者就如业内人士所讥讽的，变成一个笑话？全国球迷拭目以待。

四、香橼做空报告突袭恒大

经过连续几年的跨越式大发展，在房地产行业宏观调控进一步深入的背景下，许家印决定放慢脚步、休养生息。2012年初，恒大将第6个“三年计划”的主题定为“深化管理，稳定增长”。当年，公司全面实施向管理要效益的方针，深化基础管理、完善制度建设，提升各级管理团队和员工队伍的综合素质。在买地方面，恒大提高了拿地标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

准，减半了拿地面积，提升了拿地均价。然而，树欲静而风不止。来自美国香橼公司的做空风暴突袭恒大，成为恒大当年的重大事件之一。

（一）做空机构香橼研究

在美国、中国香港等成熟资本市场，做空相当普遍。通常，如果投资者看好一只股票，觉得它被低估，可以买入并持有待涨，这叫“做多”。但如果投资者觉得一只股票被严重高估了，也可以通过“做空”这只股票来赚钱。所谓做空，也叫“沽空”“卖空”，内地叫“融券”，就是自己本来没有这只股票，但可以向开展融券业务的券商借，借来后立即卖出，当然，除了交易佣金，还要支付给券商一笔利息。券商出借的股票可能是自营账户买入并持有的，也可能是代持在自家开户的小股东买入的，还可能是找其他券商转借来的。做空者卖空股票后，如果能以更低的价格买回来，归还给券商，就能赚取中间的差价；但如以更高的价格买回，就要承担亏损。借来的股票需要在约定期限内买回归还，当然，如果到期后还能借到新的股票，也可以继续卖空。

美国有很多对冲基金，他们经常从事卖空交易。他们喜欢同时买入A、卖出B，对冲某种系统风险，赚取A跑赢B的差价。比如，你看好一家房地产企业A，做多它的股票，但又担心房地产行业的波动风险，于是决定同时做空一家比较弱的地产企业B进行对冲。理想情况是，如果行业好，A涨得比B更多，如果行业不好，A跌得比B少，总能赚得差价。当然，有时候也会完全做反，B实际上比A涨得多、跌得少。市场上还有一些专业的做空机构，他们专门寻找被明显高估或者可能有问题的公司，秘密调研，准备好做空报告，并提前沽空公司的股票。在合适的时机，他们会发动突然袭击，向公众抛出做空报告，引发该公司股价大跌，并趁乱买回股票，赚取差价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国香橼研究公司（Citron Research）就是一家只有一名正式员工的小型专业做空机构，由犹太人安德鲁·莱福特（Andrew Left）创办。截至2013年，这家小型机构自称发布了150多份做空报告，在6年时间里先后狙击了20家中国概念股公司，令其中15家股价暴跌。

或许因为莱福特深谙“起人底多、终被起底”的道理，故一早就在自家网站写明自己的负面资料。原来，22岁的莱福特从美国西北大学毕业后进入了一家期货公司工作，但仅过6个月，那家公司因为不当行为被处罚，所有员工被禁止在期货交易行业继续从业若干年。美国期货协会当时的处罚报告认为，莱福特发布虚假和误导性讯息以欺骗或诈骗客户，其行为违背了公正和公平交易原则，对其处以禁入美国期货市场3年的惩罚，并勒令他参加相关伦理道德培训班。此后，莱福特便转战股票市场，于2001年创办了StockLemon（股票柠檬）网站，专职从事做空股票的调查。“柠檬”在英语里代指不好的东西，后来他觉得这个名字太直接了，便于2007年用法语的“柠檬”（Citron）代替，这就是现在的香橼研究。

2012年6月20日，准备已久的香橼研究（以下简称香橼）对恒大地产发动突然袭击，抛出一份长达57页（PPT）的详尽做空报告，措辞十分激烈且不留余地。

（二）做空报告总纲

在香橼这份做空报告正文开始之前，作者莱福特首先写道：“我们不建议做空任何中国的国有银行以及任何由中国政府支持的建设项目。但与此同时，我们坚信恒大地产已经误导了投资人，并代表了中国新型资本主义之糟粕中的糟粕。因此，我们认为恒大是中国资本市场中一个极佳的做空机会。”他还诅咒道：“无论是被资本市场所抛弃，还是为中国政府所惩罚，无论是中国经济硬着陆还是软着陆，恒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大的最终结局都是注定的。唯一不确定的只有时间，为此我们将拭目以待！”

报告开篇，莱福特先是列举了一些恒大地产的“表面风光”，比如庞大的资产，高速增长的销售额等，然后话锋一转，告诉读者：事实不是这样的！他的研究发现：恒大已经资不抵债，将面临严重的流动性危机！

（1）恒大管理层至少使用了6种会计手段来掩盖资不抵债的事实。在减计约710亿元虚增资产后，恒大的真实账面净资产应该是-360亿元人民币。

（2）过去5年，恒大通过贿赂地方政府廉价获取大量土地储备。为应付庞大的现金开支，恒大设计了一整套庞大而复杂的庞氏骗局融资计划，该计划的延续必须依赖于永续增长的销售回款和表外债务处理。

（3）恒大的商业模式严重不稳定，管理层不得不努力工作来掩盖快速恶化的财务状况，然而正在下降的房价将导致恒大的财务把戏戛然而止。

（4）与此同时，恒大管理层还在挥霍资产，包括向足球等领域投资超过25亿美元以满足许家印的个人爱好。

（三）恒大“虚增资产”的会计手段

莱福特在做空报告的第一节中详细列举了他发现的“恒大用来虚增资产或减少负债”的6种会计手段。

手段1：恒大通过合营公司股权合作的方式变负债为少数股东权益。具体做法为，在一些名为股权合作的项目上，又与合作股东签有股份回购协议，这其实是明股实债。莱福特是在2010年1月恒大发行利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

率13%的美元优先票据的公开文件中发现相关证据的。优先票据发行条款中披露：恒大正在收购一些二手项目，意向是100%收购，但截至目前只收购了这些项目大部分或少部分股权，而本次债务融资所得款项正是要用于收购这些项目余下的股权，大约56亿元。同时，该笔票据条款中还披露：截至2009年6月30日，恒大尚有116亿元已签合同、尚未支付的土地款。两项合计，这意味着截至2010年1月，恒大大约有172亿元人民币的负债没有体现在报表中。而在2011年年报中，这两项负债合计233亿元，其中已签未付土地款211亿元，少数股东权益22亿元。

手段2：恒大虚增了银行存款。莱福特选取了恒大财报中的现金余额和存款利息收入数据来证明这一观点。其中，2011年期初现金余额为200亿元，6月底平均现金余额为287亿元，2011年期末平均现金余额为282亿元，把三个节点的数据做算术平均，可以得到上半年平均现金余额为243亿元，下半年平均现金余额为284亿元。香橼又选取了财报中的银行存款利息收入数据，2011年上半年利息收入为8000万元，下半年利息收入为1.27亿元。由此计算出：恒大上半年银行存款利率为0.33%（0.8/243，未年化），下半年为0.45%，低于同期中国银行活期存款利率。同时，莱福特选取了碧桂园、世茂等4家房企的平均存款利息回报水平（未年化）：上半年为1.12%，下半年为1.07%，处在同期中国银行活期存款利率和3个月定期存款利率之间。香橼报告认为，恒大的银行存款利率严重低于同行，很可能虚增了银行存款，大概从119亿元虚增到284亿元。

手段3：恒大虚增了“许家印个人爱好项目”的资产价值约120亿元。莱福特选取了恒大年报中“分部资料”地产主业以外的“其他业务”的分部数据：资产162亿元、收入9亿元、亏损2.5亿元。香橼认为这162亿元对应的就是足球、排球及文化产业等几项亏损业务的资产，高估严重，合理估值应该是42亿元左右，虚增120亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

手段4：恒大的投资物业至少被高估了100亿元，相当于其账面净资产的三分之一。一个理由是恒大投资物业的租金毛收入不足投资物业评估值的1%，另一个理由是恒大高估了投资物业成本，同时低估了销售物业成本。也就是说，恒大在分摊土地和建安成本时，给住宅等销售物业部分分摊得少，给商铺、车位等投资物业分摊得多，而非按业界惯例平均分摊。莱福特认为，这样做既可以增加销售物业利润，也有助于提升投资物业估值。在得出这一结论的过程中，莱福特在报告中假设每个车位的平均建筑面积为10平方米，然后根据恒大报表上提供的明细数据倒推，计算出恒大的投资物业平均成本大约为7335元／平方米，而销售物业的平均成本只有4260元／平方米。

手段5：2011年上半年，恒大资本化了60亿元土地成本，没有结转到相应的销售成本中。香橼使用恒大财报上期初、期末的土地储备面积、平均土地储备成本、期内新增土地储备面积等数据进行一系列推算，得到上述结论。

手段6：恒大的其他应收账款账面价值被高估了28亿元。理由是其对应的其他营业收入偏低。

为了证明恒大存在会计欺诈，香橼还引用了中国财政部曾经要求恒大重新上报合并报表一事。莱福特称，2011年10月11日，中国财政部在审计恒大2009年年报时发现，恒大未将旗下57家子公司并表，提供了不准确的资产信息，高估了成本和递延所得税。财政部要求恒大重新上报准确的合并报表，否则将被罚款。香橼报告认为财政部只发现了冰山一角，而恒大的独立会计师普华永道却对恒大地产的财报出具了无保留意见的审计报告（意为审计完全通过）。

（四）恒大经营中的“七盏红灯”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

莱福特认为，恒大此时正面临巨大的财务和经营压力，他在报告第三节中为恒大亮出了7盏红灯。

红灯1：尽管恒大自称合约销售快速增长，2011年上半年同比增长146%，但客户预收款科目保持不变，2010年底和2011年6月末的余额皆为240亿元。

红灯2：虽然恒大口头宣称现金为王，但其总负债持续高速增长，从2008年到2011年末的总负债依次为153亿元、401亿元、613亿元和950亿元。与此同时，恒大2008年至2011年的净经营现金流入依次为-52亿元、+22亿元、-117亿元和-37亿元。

红灯3：恒大2011年曾以20%~30%的成本向中国信托业借款人民币67亿元。

红灯4：恒大管理层有动机编造预售数据，他们知道虚报销售数据有助于提高目标完成率，进而有助于刺激股价，投资者要小心这些预售数据未经审计。即使恒大自己报的销售数据是真实的，2012年前4个月恒大的累计合同销售额也同比下降了37%。香橼列举了一些同行前4个月销售同比数据作为对比：中国海外上升36%，碧桂园下降24%，绿城下降13%，龙湖下降26%，世茂上升33%，万科下降11%。

红灯5：恒大为了维持销售增长，上马了大量不赚钱的新项目。香橼以恒大在营口的3个项目为例来证明这一观点，并引用了一位官员在媒体上的发言：“营口房地产市场存在严重的供过于求。”

红灯6：恒大在丹阳的项目大幅降价，从均价8000元降至6000元，引发老业主维权。

红灯7：地方媒体报道恒大出现大量裁员、向员工七折售房等现象，都预示恒大即将陷入流动性枯竭的困境。

（五）对恒大和许家印的其他指控

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在报告的其他章节中，莱福特还强调，由于恒大的大量土地储备处于闲置状态，如果中国中央政府要求各地严格执行闲置土地回收政策，恒大将被巨额罚款并失去大部分土地储备。

莱福特还认为，恒大的融资历史就是一场庞氏骗局。许家印至少从2006年开始借大额高息债务，后续不断借入更多新的高息债务来偿还旧债。2008年，为应对财务危机，许家印还向美林、德银、周大福等机构融资5.06亿美元，并就上市后一年内的股价与投资者签署了对赌协议，私人承诺现金补偿投资者可能的亏损。2010年5月，恒大股价跌至2.00港元触发了补偿条款。2010年11月，许家印按协议赔付了12亿港元。

报告还指控许家印涉嫌学历造假，称许家印于2008年1月获评世界杰出华人奖，只是被美国某不知名大学授予了荣誉博士学位。此外，许家印虽然被武汉科技大学聘为管理学教授，但据媒体报道并未讲过一节课。

在报告的最后，莱福特还指责许家印那些“个人爱好”对股东而言既无战略意义又极其昂贵。截至2011年底，恒大至少花了162亿元在许家印那些“变态的”、不盈利的冒险项目上，恒大就像是许家印私人的“迪士尼乐园”，这些项目包括足球、排球、影视、动漫、经纪、院线等。

五、强硬反击，虽远必诛

（一）许教授大骂做空者

与大部分投资者在6月21日才看到香橼报告不同，恒大部分员工在6月20日晚上就已经看到这份长达57页的做空报告。亲历人士回忆称：“看到香橼报告的一瞬间，无异于一记重击，我们毫无防

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

备。”香橼的悍然做空，使恒大总部这些最先看到报告的人无法入眠，虽然公司还没有统一安排，一部分人已经开始着手准备资料。金融史上一场做空与反做空的经典战役就此拉开帷幕。

2012年6月21日，夏至，一年中白昼时间最长的一天。有些媒体在描述香橼做空恒大的这段历史时，为渲染气氛，写道“这天的阳光明亮得如同一把刀，香橼那份言辞犀利的做空报告呈现在所有投资者面前”。但根据香港天文台的气象资料，当天最高气温为29.6℃，日照时间仅24分钟，降雨量高达31.2mm。而恒大总部所在地的广州，当天的气象记录是中到大雨、暴雨，气温为25℃~30℃。

这天一大早，许家印就亲自挂帅，调动起全公司的资源，因为这已不是一个投资者关系部能够应对的危机了。公司会议上，许家印调兵遣将，分派任务：有人负责联合审计机构普华永道一同准备澄清报告，逐条反驳香橼不实指控；有人负责立即与金融机构沟通，争取盟友；有人负责约见媒体，及时辟谣；有人负责会见供应商，稳定公司经营；有人负责组织资金，准备回购或增持股票。

上午10:30左右，香橼报告的影响力开始显现，沽空盘汹涌而出。事后数据显示，恒大地产当天成交量较上一日放大12倍，成交额超过38亿港元，仅次于上市当天，沽空金额则较前一日放大近30倍。全天，股价开盘4.48港元，最高4.52港元，最低3.60港元（较上一日收盘价跌幅19.64%），收盘3.97港元（跌幅11.38%）。

中午12:48，恒大在港交所披露易网站上刊出了第一份澄清公告，声明香橼报告内容失实，并预告随后会有详细的澄清公告来反驳香橼。

在13:30开始的全球投资者电话会议上，有教授、名誉博士头衔的许家印，不顾体面地爆了粗口，多次以“国骂”招呼做空者，称自己“非常气愤，无法忍受”，指责有关行为“纯粹是抢劫”，“太无耻”，在国内“可以枪毙”！“这是和平年代的战争。他们是侵略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

者，是土匪，是强盗！我们一定要彻底打垮这些掠夺者，捍卫东方企业的尊严！”许家印还号召小股东“团结一致，坚决打击造谣抢劫”，而且“有钱出钱，有力出力”，维护自己的利益，如果“每个人都出力，他（发报告者）就死定了”，“正义一定可以压倒邪恶”！

许家印当时可能没有想到，他的这番话无意中得罪了一些国际对冲基金和金融机构，为恒大此后长期被外资机构唱空、做空投下了阴影。当然，作为艰苦创业的企业家、埋头苦干的实干者，遇到利益集团的恶意诋毁中伤、造谣诽谤，一时怒发冲冠、言行失礼也是可以理解的。

其实，对原本就谈不上公平、正义、有效的国际资本市场而言，唱空、做空、造谣、诽谤、辟谣、澄清可谓司空见惯，一切皆为利益驱使。许多国际对冲基金及其他金融机构，正是在股价的大起大落中通过“割韭菜”牟取暴利的。虽然说做空者本应是上市公司天然的监督者，及时揭露问题企业或严重高估的企业，有助于促进股价向内在价值回归，但现实中，做空者早已变异为不择手段的逐利者。他们绝不会就发现的疑点提前向上市公司询问释疑，而是提前下好空单，发动突然袭击，制造市场恐慌引发股价暴跌，在被做空的企业忙于澄清的过程中获利了结。另外，做空机构也不是一个人在战斗，背后往往有若干国际对冲基金的身影。

6月22日，多家投行发布报告力撑恒大。投行报告中的风险提示内容中，没有一家提到“公司质素被质疑”或“进取的会计处理”，仅是罗列了地产行业整体政策风险和销售执行情况。在恒大反击香橼的过程中，投行的支持非常关键。摩根大通指出，恒大的动态市盈率为7.5倍，处地产商中游。德银则以即时清算假设给恒大算了一笔账，即便恒大未来不再开发新项目，把手头所有项目变卖，偿还债务后，公司价值应为670亿港元，而恒大近日市值徘徊在600亿港元左右。瑞信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

指出，恒大短期或受负面因素影响，但相信如公司所预期，今年6至7月份的强劲销售将为其股价带来支持，建议趁低吸纳。瑞银则确认恒大资产负债表稳健，未来将有更多项目推售，预计短期内会出现股价波动，带来入市良机。

面对投行联合力挺恒大的局面，香橼创始人安德鲁·莱福特在接受媒体专访时回应道：“投行是什么样的，我们都很清楚。他们是无法发现公司问题的。从我这三年来所调查的所有中国大公司的案子中，我从来没有见到事前投行出来说，嘿，这里有点问题。”不过，莱福特对恒大的指控开始变得谨慎。莱福特说：“我只能说，恒大在获得土地的行为方面特别激进，他们在财务上计算房地产资产方面也十分激进。我相信这家公司必然能重新获得投资者的信任。”

（二）刊登公告逐条驳斥

6月22日中午11:56，恒大如约发布长达9页的澄清公告，逐条驳斥了香橼的指控。恒大还强调香橼此前从未与公司有任何联系记录，也就是说，香橼根本没有事先就那些质疑和指控向上市公司询问澄清，而是直接突然地发布了做空报告。恒大建议股东和投资者在阅读和使用香橼报告时须格外谨慎。恒大还表示自己正在咨询法律顾问，考虑对香橼采取法律行动。澄清报告全文为繁体中文，可在港交所披露易网站查询下载，本书仅以通俗易懂的表达转述其中部分内容。

香橼报告把恒大合并报表上的少数股东权益与一些并购项目的未付土地款混为一谈，其实两者毫无关系。事实上，恒大收购那些二手项目公司时，已经取得100%股权并对其做了并表处理，而且谈好了分期付款协议。其中尚未支付的分期付款，在合并报表中列在“资产负债表＼流动负债＼应付贸易款及其他应付款项＼其他应付款项＼收购土地使用权应付款项”科目下。在2011年年报中，该科目对应款项为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

102.5亿元。而年报合并报表中的22亿元少数股东权益，属于其他一些合资公司，并不涉及任何回购安排。

此外，在恒大与多个地方政府签订的大片土地买卖合同中，已经一次性谈好了价格，但同时约定在未来几年分期开发、分期付款、分期取得土地使用权。这批一手项目中，尚未支付的土地款为211亿元。由于尚未取得相应的土地使用权，按会计准则，对应的土地原值并没有体现在资产中，这211亿元自然也不需要体现在负债中。恒大认为香橼指责恒大未将这211亿元未付土地款列入负债项，完全背离一般会计常识，体现了报告编写人会计知识的贫乏。

对于香橼报告对恒大虚增银行存款余额的指控，恒大指出香橼采用的推断方法具有误导性。事实上，由于恒大集团会在每年年中和年底前加强销售回款、限制采购付款，以及在春节前集中支付工程款，都会导致各月末的现金余额出现较大波动，简单地用期初和期末平均的方法来推算平均存款余额并不合理。

香橼报告直接把其他分部资产人民币162亿元当作足球、排球及文化产业的资产是错误的。事实上，162亿元是集团内部往来余额抵销前的金额，经过抵销后，其他分部资产实际为人民币85亿元，除了足球、排球和文化产业公司资产外，还包括酒店资产39亿元以及集团内的工程公司、材料设备公司、园林公司、土石方公司、金属材料公司等资产。

香橼报告中假设一个车位的建筑面积为10平方米是完全缺乏行业常识的。车位的建筑面积实际上除汽车本身停放所占面积之外，还需要包含停车场公共道路的分摊等，因此每个车位的实际建筑面积为25~30平方米。香橼报告正是从错误的假设推导出一系列错误的结论。事实上，恒大集团单位物业成本都是按照行业惯例平均分摊的，不存在厚此薄彼的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中国财政部每年都会例行对国内重点企业进行会计信息质量检查。2009年底，香港上市公司恒大地产（HK.3333）旗下共有150家子公司。而2011年10月11日，中国财政部的检查对象仅是其中的广州分公司。广州分公司由一家国内会计师事务所进行审计，其出现失误并不能说明上市公司的合并报表存在问题。

香橼报告指责恒大通过贿赂当地官员廉价获取土地，纯属恶意中伤。恒大土地储备价格低廉与所买地块主要位于二线城市城乡接合部和三线城市有关。

香橼报告称恒大以20%~30%的成本向中国信托业借款人民币67亿元毫无根据，2011年恒大集团信托借款实际平均利率约为12%，所有借款平均利率仅为8.38%。

香橼报告指责本公司管理层鼓励销售数据造假是荒谬而毫无根据的。

香橼报告提到的个别新项目大幅打折销售、个别城市供过于求，仅为极端个案，不具代表性。公司对服务满一定年限的员工提供7折购房优惠，是公司给予员工的福利政策，每三年一次，并会严格审查员工的购房资格，并非借此推销楼盘。

许家印从未夸大其任何学历和头衔，也从未以任何相关头衔谋取任何利益。关于公司的重组历史及上市前的所有融资活动，在招股书中已有详尽披露。所有对投资者的回报承诺，是基于许家印对公司发展的信心，而且事实上也取得了多赢的结果。

香橼报告将公司投资足球、排球以及文化产业列为许家印的个人爱好，纯属无稽之谈。事实上，公司投资足球、排球，是提升公司品牌的行为。2011年，足球投入为5.0亿元人民币，收入为4.2亿元人民币，公司净投入实际上为8000多万元人民币；排球、文化产业等合计投入资金不足7000万元人民币。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（三）香橼做空影响深远

从6月26日起，准备好资金的许家印开始入场增持了270万股自家股票，斥资1068万港元。随后一个月，许家印累计投入2.5亿港元连续增持恒大地产股份，以行动提振市场信心。不过，香橼的做空报告还是对市场产生了深远的影响，很多谨慎的投资者采取了宁可信其有、不可信其无的态度，自此对恒大地产的股票敬而远之。一些海外对冲基金更是把恒大地产选作对冲中国房地产市场系统性风险的做空品种。恒大地产的股价经过短暂反弹后，步入漫漫熊途。2012年6月的股价复权高点，31个月后才被突破。

里昂证券认为，虽然香橼的做空报告站不住脚，但市场不应把焦点放在“恒大在什么方面被质疑”，而是“为什么恒大被质疑”。里昂认为，恒大的经营策略过分进取，在营运和财务上都用到极限，容易成为做空者狙击的目标。

2012年7月4日上午，恒大方面启动了法律程序。湾仔军器厂街1号的香港警务处警察总部大楼，出现了恒大地产执行董事兼副总裁赖立新及律师的身影。当时有法律界人士指出，“报案”举动象征意义大于实际意义，恒大报案意图可能是想调查清楚整件事情，想知道香橼背后还有哪些机构参与。

2012年全年，中国商品房市场先抑后扬，全年全国住宅销售面积同比增长1.2%，销售金额同比增长9.0%。而恒大地产2012年的合约销售额增长14.8%，仅小幅高于行业，较前几年明显减速。

4年后，2016年10月19日，中国香港政府市场失当行为审裁处裁定，美国做空研究机构香橼（Citron Research）创始人安德鲁•莱福特（Andrew Left）因散布虚假信息做空恒大地产被判5年内禁入香港市场，归还做空恒大所得之160万港元利润，并承担此案的法律费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四章　回归一二线，跨越大发展

一、八年再造六个恒大

（一）2020年发展蓝图

2012年11月，“十八大”胜利召开，政府领导班子即将换届。在大多数企业家谨慎观望之际，许家印审时度势，判断恒大将迎来第二次跨越式大发展的历史机遇。2013年初，许家印就在恒大集团系统年度工作会议上发表了题为“大发展、大战略、大智慧、大胜利”的讲话。

许家印首先总结了2012年的成绩：“2012年是非常不平凡的一年，在世界经济形势非常复杂、中国经济大势比较萧条的背景下，中国房地产市场极其疲软。尽管如此，恒大集团通过全体员工的共同努力，仍然取得了极为优异的成绩。2012年，恒大实现销售额923亿元人民币，完成全年计划的115%。截至去年底，我们累计进入128个城市，拥有231个大型项目和1.47亿平方米土地储备，在建工程面积达到3800万平方米，全年上缴税收135亿元，员工人数也达到37 600多人，并解决了42万多农民工的就业岗位。同时，恒大足球为国争了光，恒大品牌进一步提升，恒大管理也得到进一步深化。”

在分析新时代面临的机遇与挑战时，许家印提出：“2013年是机遇与挑战并存的一年，我们要抓住国内深化改革的机遇，乘着‘十八大’的东风前进。国家明确提出，到2020年实现人均收入翻一番、经济总量翻一番，这就意味着中国经济，在未来尤其是最近5年将会腾飞。特别是从习近平总书记上任后第一站视察广东的情况来看，国家将在改革开放方面有更多重大举措，改革开放将更加深入。同时，世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

界经济开始复苏、欧债危机逐渐明朗化等利好，也将直接带动全世界各大资本市场逐步向好，这都是企业面临的非常好的发展机遇，我们必须抓住这个机遇。与此同时，我们也面临巨大的内、外部挑战。在中国房地产业竞争日益激烈、强者愈强的背景下，我们所处的第一阵营内，龙头房企间的竞争更为激烈；同时，我们还面临公司高速发展所带来的管理挑战。”

以往的集团系统年度工作会议，恒大都是对当年或未来3年的工作进行规划，而这次会议，许家印认为，要在激烈的竞争中脱颖而出，要在高速增长中确保管理不滞后，恒大有必要制定出未来8年的发展蓝图，也就是一直规划到2020年。

许家印在会上明确提出，到2020年恒大要实现第二次大跨越，要实现在全球房地产行业内“规模最大、队伍最优、管理最好、文化最深、品牌最响”的“5个之最”蓝图。在这一宏伟蓝图下，董事局提出要用8年的时间再造6个恒大，即到2020年，合约销售、营业收入、净利润、纳税等核心指标要实现平均增长6倍，其中合约销售额达到5500亿元，在建工程面积将达到1.5亿平方米，物业管理面积应该超过2.5亿平方米，年纳税800亿元。此外，土地储备达到3亿平方米，覆盖全国320个以上的城市，员工总数30万人，解决农民工的就业岗位应该在200万人以上。

由于利润数据比较敏感，许家印并未在会上提出具体数字。不过根据2012年恒大地产归股东净利润92亿元推算，到2020年，利润应该在550亿元以上，而2012年末恒大地产的市值是638亿港元。

（二）“70、80、90”号召

在这次讲话的最后，许家印要求“全员大拼搏，夺取大胜利”。他认为：“恒大在短短16年取得这么辉煌的成绩，离不开全体恒大员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

工的付出。在恒大的团队中，上至集团领导，下至基层员工，人人都是工作狂，个个都是拼命三郎。这种拼搏精神，是恒大最宝贵的精神财富，是恒大人的骄傲。所以很多人说，恒大能用1年时间，干完其他企业需要3年时间干的活；用16年时间，走完了其他龙头房企30多年才能走完的路。”

许家印向全体员工提出号召：“希望大家齐心协力，努力拼搏，用‘70、80、90’的忘我精神投入工作中去。‘70、80、90’是我新提出来的一个概念，我简单解释一下。‘70’，是对普通员工说的，每周7天，普通员工要有工作70个小时的精神，平均每天工作10个小时。特别指出的是，这是我提倡的一种精神，也是恒大的文化与导向，不是要求每个人必须工作那么长时间。‘80’，是对中层领导说的，我希望我们的中层领导要起到模范带头作用，要有每周工作80个小时的精神，平均每天工作11个小时。那么，我们各地区公司和下属公司的领导班子，集团公司总部各中心的一把手以上的领导，包括董事局在内的集团公司领导班子，我们则要用每周工作90个小时的精神，即平均每天工作13个小时的精神，竭尽全力做好各项工作。我相信，只要我们用‘70、80、90’的恒大忘我精神投入工作，加上坚强的意志、毅力、决心和信心，我们一定可以克服不可以克服的、战胜不可以战胜的，取得一个又一个胜利，圆满实现公司发展历史上的第二次伟大跨越！”

在一个多月后的全国“两会”上，许家印首次当选全国政协常委。

二、回归一二线

（一）时机成熟了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在制定“8年再造6个恒大”的宏伟目标时，恒大的管理团队就应该知道这意味着什么。2012年中国房地产行业的市场空间是6.45万亿元，按照当时的行业共识，10万亿元将是行业市场空间的天花板。而许家印为恒大地产制定了2020年5500亿元的销售目标，意味着恒大的市场份额将超过5%，不是行业第一，也肯定是第一集团。

为实现这一目标，恒大在2013年初年度工作会议上提出的战略方向是覆盖更多的城市，进入城市的总数从当时的128个增加到2020年的320个，这大概相当于全国所有地级以上城市的80%。除了要再进入180个左右的地级市，320个城市中自然包括市场容量较大的所有一二线发达城市，而截至2013年6月底，恒大还完全没有涉足北京、杭州、福州、厦门、苏州、大连、青岛等城市；虽然早早在上海和深圳各拿了一个项目，但始终因拆迁问题未动工；南京只有两个远郊项目，从未进入主城区。许家印当然明白，仅在地价和房价不高的省会城市和地级市发展，是很难实现2020年“规模最大”的目标的。对于北京、上海、深圳以及发达二线城市，恒大是一定要进入的，只是一直在积蓄力量、等待时机而已。

2013年7月30日，中共中央政治局召开了分析研究经济形势的会议，习近平总书记在讲话中明确指出：“积极稳妥推进以人为核心的新型城镇化，促进房地产市场平稳健康发展。”这句话代表着“十八大”以后，新的中央领导集体对于房地产业的总体指导思想。

恒大管理团队当即认为，在国家经济形势向好的大趋势下，中国房地产业将迎来非常好的发展机遇，恒大地产回归一二线的时机成熟了。

在8月初召开的恒大集团系统年中工作会议上，许家印立即要求公司上下，抓住机遇、快速发展，具体提出了4项要求：一是抓好一二线核心城市优质大项目的上马，这标志着恒大正式开始回归一二线；二是抓住金融市场的机遇，加大上述优质大项目的项目融资力度；三是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

充分发挥公司品牌优势，抓住合作项目的市场机遇；四是快速、全面、大规模地开发、建设、销售，确保市场回暖后有充足的可售货源。

会议对上马新项目的区位标准提出了更高的要求，旨在优化项目的区位结构。一方面是加大一二线城市优质大项目的比例，仅在2013年下半年，就要求上马15~20个优质大项目。许家印认为，前些年恒大率先进入省会及三线城市是极其正确的决策，使得恒大以较低的成本迅速扩大了销售规模和城市布局。但是，在新的宏观形势下，恒大必须开始大规模进入一线城市和发达二线城市。另一方面是在所有城市中，拿区位更好的项目。例如，恒大在地级市的拿地标准一直在提高，2011年规定离市中心老商业区的距离不超过6公里，2012年调整到了3公里，2013年下半年则进一步调整为2公里。许家印认为，恒大原来上马的项目，大部分离市中心较远，项目较大，可以滚动开发三五年甚至七八年。这是用最少的钱办最多的事，等待交通、环境、配套改善后的区位价值上升。但是现在，恒大的项目都位于城市这类位置也不行，需要加大邻近市中心项目的比例。

就在恒大撸起袖子加油干的时候，《财经观察》于2013年9月下旬发表了一篇题为《恒大地产泡沫神话将破》的文章。文章在列举了温州房价腰斩、华人首富李嘉诚抛售中国物业、三四线城市“鬼城”蔓延等近期关于中国楼市泡沫的新闻后，认为在三四线楼市低迷的背景下，恒大地产快速拿地、低价销售的模式将无利可图、难以为继。而被迫转战一二线，又面临地价成本高、资金需求大的双重压力，必将严重威胁恒大地产的资金链和盈利水平。

（二）一年初步完成布局

“军令”如山，立即行动！其实早在此次年中会议召开一个月前的7月4日，恒大北京分公司就率先抢跑，经过17轮竞标，斥资35.6亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元拍下了北京沙河“巨无霸”地块，后命名为北京恒大城。不过该项目并非纯粹的商品房项目，而是面向园区5所高校教师的人才福利房。在总共51万平方米建筑面积中，约23万平方米是限价人才房，销售限价14 000元／平方米，购房5年后可转售，其余为出租房，由学校以11 000元／平方米的价格回购后租给老师。对于首次进京的恒大来说，以这个“不愁销售”的项目作为起点无疑再合适不过。同日，恒大还出现在北京热门地块——夏家胡同项目的拍卖现场，不过未能中标。

8月，恒大在合肥分别以37亿元和31亿元连夺市中心两块地，即后来的合肥恒大中心和合肥恒大中央广场。

9月，恒大在北京再次以40亿元抢下位于朝阳区豆各庄的纯自住型商品房地块，后命名为恒大御景湾。自住型商品房是那两年北京市政府的一项创新尝试，即在出让土地时，就明确将未来住宅的售价定为当时周边商品房价格的70%，户型面积一律为90平方米以下。只有具备相应资格的家庭才能排队申请，参加摇号，中签购房者可获得该房产70%的所有权，且5年内不得转让。5年后如果上市交易，升值部分的30%需上缴财政。有些自住型商品房地块在出让时捆绑了一定比例的普通商品房，开发商可按市场价出售。此外，开发商为增加利润，还可以在不计容积率的地下面积做文章。自住型商品房由于价格便宜，必然吸引众多家庭摇号抢购，项目通常开盘就日光，也无须投入销售成本，资金回笼比普通商品房项目快。北京市政府当时计划2013年完成2万套自住型商品房供地的工作部署，2014年完成5万套。此类地块非常适合建安成本有优势、品牌在北京无优势的恒大。

11月，恒大在北京以51亿元拿下朝阳区东坝地块。该项目部分为自住型商品房（恒大江湾），部分为普通商品房（恒大华府），部分为购物中心（恒大城市广场）。同月，又在天津以36.35亿元拍下河东区海河边地块（恒大帝景）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

12月4日，恒大以舍我其谁的气势，一天内连夺上海4块地、南京2块地，合计斥资97亿元。

整个2013年下半年，恒大地产以风卷残云之势接连拿下15个发达一二线城市核心地段的优质大项目，总耗资超过350亿元，超出年初买地总预算50%，其中北京3个、上海4个、深圳1个、南京2个、杭州1个、天津1个、合肥2个、大连1个。特别值得一提的是，恒大在深圳收购了国香地产，据说因此获得7个深圳旧改项目，地段相当不错，潜在土地储备高达三四百万平方米。不过，具备纳入土储条件的暂时只有“恒大国香山”项目，2013年底就已开放样板房。

2014年上半年，恒大地产再接再厉，在成都、大连、济南、长春、南昌、东莞等二线城市相继拿下十几块优质土地。此外还斥资62亿元又在北京抢下两块自住商品房地块，短短一年时间，恒大在北京拿地5块，总价189亿元，成为北京自住型商品房市场的大赢家。

早在2012年末，恒大地产土地储备面积已经达到1.40亿平方米，截至2014年底，仅小幅上升到1.47亿平方米，土储面积看起来增长缓慢。但实际上，2013年和2014年两年，恒大新购土地平均楼面价高达2633元／平方米和2588元／平方米，显著高于之前几年的600~1200元／平方米。可以说，在执行回归一二线战略一年半之后，恒大地产的土地储备区位结构已经大幅改善，初步转变为一二三四线综合布局的开发商。

回归一二线，并不等于退出三四线，更不意味着否定过去先下沉三四线、农村包围城市的发展战略。在2013年8月的中期业绩发布会上，许家印公布了回归一二线的计划，有分析师问许家印：“是否会处理掉三四线城市的土地？”许家印惊道：“怎么会处理掉，等三中全会之后，恒大在三线城市的土地储备都是无价之宝啊。”后来，十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（以下简称《决定》）公布“二胎放开”“中小城市落户放开”“征地补偿增加”，这意味着三四线城市地价可能会上涨。

（三）房地产行业进入白银时代

2014年6月，人民日报刊登了一篇署名为万科总裁郁亮的文章，题为《我国楼市进入白银时代》。郁亮在文中表示：“房地产行业已经度过了最黄金的岁月，但也绝不是就要撞上冰山的泰坦尼克号。只不过，过去‘胆大为王’，人人皆可赚钱且越胆大越赚钱的时代结束了。”随后，万科创始人王石多次在一些场合表述“房地产黄金时代结束，进入白银时代”的观点，他解释说：“所谓的黄金时代，就是铲子挖下去就是钱，而白银时代，指的是地产商要靠真本事挣钱了。不过，对于房地产的发展，大家不要悲观，只要城镇化还在进行中，这里面就有很多机会。”

万科抛出的“白银时代”论，后来被媒体广泛引用。不过，媒体引用的目的主要是试图说明房地产行业不行了，好日子已经过去了，在走下坡路了，要变成夕阳产业了。其实，万科的本意并非如此，万科是想说实力不济的中小地产商要被淘汰，实力雄厚的龙头地产商还有很大机会。几年后，孙宏斌公开怼万科“白银时代”论，其实也是强调，行业的白银时代，正是龙头企业的“钻石时代”。

二次跨越大发展的恒大，正是地产龙头“钻石时代”的弄潮儿之一。只是不知道，恒大在一二线城市竞标拍来的这些高地价项目，盈利前景到底如何？

三、配股、不派息、补派息

（一）增发10亿股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在从2006年到2011年的第一次跨越式大发展中，恒大地产先后使用了两轮战投、IPO、结构担保贷款、大项目财务投资者、美元优先票据等多种股权及债务融资手段。而始于2013年的第二次跨越式大发展，恒大该如何解决资金问题呢？

首先是配股再融资。从2012年下半年到2013年1月，恒生指数持续走强，从19 000点攀升到23 000多点。恒大地产的股价也逐步摆脱了香橼做空的阴霾，从2012年9月起反转向上，于2013年初接近香橼做空之前的位置，市值恢复到约700亿港元。1月17日，恒大地产宣布向若干机构投资者定向增发10亿股，增发价4.35港元／股，净融资43亿港元，融资规模比IPO时还高出24%。此次增发，也使得恒大地产的净负债率从2012年底的84.1%下降至70%左右。配股完成之后，恒大地产又有了举债加杠竿的空间。

在香港股市，上市公司增发股票时，较少向全体老股东按比例配售新股，这样流程复杂缓慢，还要先召开股东大会。通常，股东大会每年会例行授权董事会择机增发或回购一定限额的股票，董事会可在必要时酌情实施。比如，恒大地产每年的股东大会都会例行表决，授权董事会增发不超过总股本20%的新股，回购不超过总股本10%的流通股。

配股增发时，上市公司会选择几家投行做承销商，承销商向他们的大客户推介股票并组织报价竞标。为了鼓励机构投资者参加配售，上市公司和承销商给出的配股价往往比前一交易日收市价低5%~8%。最终，报价最高的少数几家机构投资者会获配新股。如果股票被定向增发给战略投资者，通常有一年的锁定期；如果只是增发给普通的机构投资者，则没有任何锁定期，获得增发的新股开盘即可抛售。

恒大地产这次增发10亿股，最终定价4.35港元／股，较前一交易日收盘价4.65港元／股折让6.5%。虽然配股融资所得资金用于企业发展可以赚取更多的远期回报，但短期内确实直接稀释了每股利润，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

往往对股价构成打击。比如，恒大地产的总股本原本为150亿股，增发10亿股，就会摊薄业绩大约6.7%。由于市场预期如果复盘后股价高于配股价4.35港元，获配新股的机构投资者很有可能立即卖出新股套利，所以配股完成后的开盘价往往会直接跌到配股价附近。1月17日，恒大地产的开盘价直接跌至4.35港元，全天最高价4.39港元，收盘价4.32港元。参与增发的机构能否获利，往往取决于股价后期的走势。

不太走运的是，此次参与恒大地产增发的机构投资者全线亏损了。沪指和香港恒生指数从2013年2月初就开始掉头向下了，持续下跌了5个月，到了6月还发生了罕见的“钱荒”，“钱荒”过后大盘才止跌回稳。而恒大地产的股价在增发后“抵抗”了几天，终于顶不住汹涌的抛盘破位下行，此后随波逐流，阴跌不止，到6月底，最低跌至2.66港元/股，市值较增发前跌去四成。不过，仅从恒大融资的角度看，这次增发运气不错，算是精准地抓住了最佳市场窗口。

（二）不派息后补派息

在2013年3月下旬的恒大地产年度业绩发布会上，恒大宣布“不派息”。从生意的角度看，这个决定不难理解。毕竟恒大董事局年初刚刚制定了第二次跨越发展的大战略，这时候企业应该集中所有资金用于发展，配股集资和不派息都是出于这样的战略考虑。但是不料，一石激起千层浪。与内地A股不同，香港投资者，无论是机构还是个人，都对派息非常重视。恒大地产上市后始终派息慷慨，是部分投资者坚持持有的原因之一。不派息的决定出人意料，导致部分投资者用脚投票，也是随后股价持续下跌的主要原因之一。年初参加配股的机构，如果此前没有止损出局，这时就会被套得更牢。“恒大连股息都派不出来了”，市场上关于恒大地产资金紧张的传言蔓延开来。

或许是考虑到部分投资者的派息诉求，2013年10月2日，恒大地产出人意料地公告，建议补派2012年股息约合0.18港元/股，相当于股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价的5.5%。受此利好刺激，恒大地产股价大幅反弹，从3.2港元攀升至3.7港元。花旗报告认为，恒大补派息反映财务改善，目标价4.4港元／股。而法国巴黎银行却质疑恒大的持续派息能力，重申减持，目标价仅2.75港元／股。法巴称，如果把未来两年的分期应付土地款算作有息负债，恒大地产的净负债率高达134%，这种提法与此前香橼的做空报告如出一辙。不管怎么说，随着2013年下半年恒大在一线和发达二线城市不断攻城略地，重手拿地，已经引发了资本市场对其净负债率大幅攀升的担忧。

这里需要说明一下，与其他行业看重“资产负债率”指标不同，房地产行业更加强调“净负债率”指标，相关公式为

净负债率＝（有息负债－现金）／净资产

资产负债率＝总负债／总资产

在典型的房地产企业的报表中，除了有息负债之外，还滚动着金额巨大的无息负债，主要是上下游占款，包括预收客户购房款产生的“合同负债”和占用供应商货款对应的“应付贸易款”。一般来说，上下游占款比例越高，说明企业上下游议价能力越强，综合融资成本越低，是好事，但会使资产负债率指标很难看。即便是公认的财务很健康的房企，资产负债率往往也超过80%，但这其实无伤大雅，真正对房地产企业资金链构成压力的是有息负债，因此地产分析师和专业投资者主要使用有息负债率指标来衡量开发商的债务水平。单就这一指标来说，业内通常认为，净负债率70%以下是较安全的水平，70%以上则越高越危险。由于分母是净资产而非总资产，净负债率是可以超过100%甚至高达百分之几百的。

在恒大宣布补派息后，很快有财经记者爆料，怀疑恒大是因为大股东许家印个人有资金需求才补派息的。记者称许家印去年曾把一些股份抵押给日资基金SPARX，贷款5亿美元（约39亿港元），年利率高达22%，每年须缴付逾8亿港元的利息。按照套路，该记者先后书面向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

SPARX和恒大方面求证此事，均被否认。其实无论是证实还是否认，都不影响该记者发文吸引眼球，也不影响其他唱空媒体援引此项爆料。

由于之前土地储备位置原因，恒大地产在一定程度上踏空了2013年一二线城市房价普涨20%以上的回暖行情，上市后首次跑输了行业。这一年，全国商品房销售总额8.16万亿元，同比增长27%，而恒大地产自己公布的合约销售额仅为1004亿元，同比增长不到10%。不过明眼人不难看出，恒大地产在2013年10月以166亿元刷新公司历史单月销售记录后就有意“收手”了，11月和12月公告的合约销售额分别只有71亿元和20亿元，留力到2014年的迹象非常明显。上市房企按月公告的销售数据无须审计，因此有一定的调节空间，这是行业内公开的秘密。按照第三方机构克而瑞公布的2013年房企销售排行榜，恒大地产以1082.5亿元的成绩退居行业第七。

恒大地产的股价在补派息后不久再度陷入低迷，到2014年1月20日，又跌去了20%，收盘2.75港元。年销售过千亿的龙头房企，市值仅440亿港元。

四、恒大式回购与高派息

有一种回购，叫“恒大式回购”；有一种分红，叫“恒大式分红”。

（一）回购与“恒大式回购”

香港股市，由于整体估值不高，经常发生大股东增持、高管增持或者公司回购股票的情况。增持与回购，通常都说明大股东或管理层认为公司股价严重低估，同样的现金，买入自家股票比投入主营业务还划算。当然，也有可能是大股东和高管故意作秀诱多，少量增持，配合庄家出货，本书对此不做讨论。增持和回购的区别是：增持是大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股东或高管掏自己的钱，买入公司股票，增加自己的持股比例，而其他持股的小股东的股权比例不变；回购则是动用上市公司的现金，买入公司股票之后注销，总股份会减少，导致所有持股的大、小股东的股权比例同步增加。香港股市没有涨跌停板的限制，但是对每天的回购价格上限有规定，即不能超过前5个交易日收盘均价的1.05倍，这样可以避免回购造成股价过分波动。

什么是“恒大式回购”？它有三大特征：一是一旦启动一轮回购，就连续回购20个左右的交易日；二是每轮回购总量极大，动辄占发行总股本的8%、10%，绝不小打小闹；三是前面10多个交易日每天都顶格、敞开回购，即把股价顶到交易所规定的当日回购价的上限。恒大式回购往往会导致股价呈现一波连续上台阶式的涨升。

其他公司回购股票，往往和风细雨，希望用尽可能低的成本回购股份，达到稳定股价的目的就可以了。而恒大式回购，恨不能用最高限价敞开收购股票，生怕你不卖给他，而且在回购的同时似乎还带有拉升股价、打爆空头的意气。为什么以“恒大式”命名这种回购呢？因为市场上只有恒大一家公司这样回购股份，而且曾经多次展开这样的回购。

其中第一次，发生在2014年1月27日至2月28日，在这一年春节前后的23个交易日中，恒大地产在其中21个交易日累计回购了16.03亿股股份，占发行总股数的10%，恰好达到股东大会给董事局的授权上限。连续回购使股价从2.80港元一路拔到高点3.65港元，最后阶段有所回落，平均回购价格3.31港元，累计耗资约53亿港元。此轮回购过后，许家印夫妇的持股比例上升到70%，所有小股东手上的股份都被“浓缩”了10%。有兴趣的读者可以自行查看这个时期恒大地产股价的日K线图，回购前期股价连续上升像一串小楼梯，最后3个交易日因为回购额度所剩无几而出现三根大阴线。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有人质疑“恒大式回购”简单粗暴，为博眼球，不计成本，浪费股东的钱。而且由于回购策略打明牌，有规律可循，被一些投机者白白“揩油”。他们在回购初期买入，回购后期卖出，赚取无风险差价。

不过，有心人把2014年春节前后的这轮回购与2013年1月的那次增发新股结合在一起，算了一笔账：2013年1月17日，恒大地产以4.35港元／股增发10亿股，募资43.5亿港元；2014年1月27日至2月28日，恒大地产以均价3.31港元／股回购注销16亿股，耗资53.05亿港元。两项抵销，相当于以9.55亿港元净回购了6.03亿股，平均回购价仅为1.58港元／股，增发融资还白用一年不用付利息，你说许家印这笔买卖是亏了还是赚了？此外，暴力回购，还有新闻效应，落个保护小股东利益的好名声，真是“得了便宜又卖乖”。至于投机者揩油，许家印无所谓，谁有本事谁去拿。

2014年2月26日，国际三大评级机构之一的穆迪认为：恒大地产回购股票削弱了流动性，降低了账面净资产，从而提高了其净负债率。但穆迪手下留情，暂不立即下调恒大的B1公司评级和B2高级无抵押债务评级，维持稳定展望。

（二）核心净利润与投资物业重估收益

2014年3月11日，恒大地产发布正面盈利预告，预计业绩显著增长。3月31日，恒大地产发布2013年度业绩公告并召开业绩发布会。2013年，公司营业收入增长43.5%至936.7亿元，毛利额增长51.8%至276.5亿元，毛利率从27.9%升至29.5%，净利润总额升49.3%至137.1亿元，股东应占净利润升37.5%至126.1亿元。以当天收盘价3.66港元计，恒大地产总市值527亿港元，折合人民币423亿元，静态市盈率仅3.4倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不过，由于净利润中有一部分是因开发商将持有的投资物业重估产生的，并未产生真实的现金流入，所以专业地产分析师习惯于把这部分利润当作非经常性损益，扣除不看。除了投资物业重估收益，非经常性损益还包括汇率波动导致的外币资产和负债损益、股票等金融资产投资损益、慈善捐赠等。房地产企业扣除所有非经常性损益之后的净利润，香港市场习惯上称之为“核心净利润”，大致相当于内地市场的“扣非净利润”。

由于很多香港本地开发商持有大型商场、写字楼等收租物业，为了更合理地反映这些资产的价值，香港会计准则允许企业对这些持有收租的投资物业进行公允价值重估，而非直接按照建造成本体现在资产负债表中。例如，开发商建造了一座商场，土地成本、建安成本、利息成本及相关税费合计花了20亿元，公司拟自持该商场作为投资物业收取租金，并不排除将来价格合适时择机出售。如果以20亿元成本价入账，无疑会低估资产价值。公司可以聘请第三方专业评估公司做评估，假设评估出的公允价值是38亿元，就将在损益表中产生18亿元的重估税前利润。当然，随着市场价的上下波动，投资物业的重估价值也会随之波动。此外，这些商场、写字楼并不一定在竣工或开业后才能重估，而是在在建工程阶段就已经可以按一定比例重估了。重估的方法既可以参考周边同类物业近期交易的实际成交价，也可以用未来若干年预估的租金收入折现，最后不要忘记扣减竣工开业前还将发生的相关成本费用。

在A股上市的开发商，由于持有的投资物业并不多，早期会计准则不支持投资物业重估，比如万科、保利地产的投资物业均以成本入账。不过在香港上市的内地地产商们，则可以选择是否重估投资物业，中国海外发展、华润置地、龙湖集团等，都会对所持有的大型商场等投资物业进行重估。而恒大地产当时虽然并没有什么大型商场和写字楼，但持有大量社区临街商铺和地下车位。恒大人士曾向投资者解释说，这些商铺和车位在小区入伙前几年，由于人气不旺，不太值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

钱，卖掉不划算。所以恒大倾向于先持有几年，待社区成熟后再卖个好价钱。恒大每年都热衷于重估这些商铺和车位，贡献一些重估收益。自2009年上市至2013年，恒大地产的税前投资物业公平值收益依次为8.4亿元、33.5亿元、42.4亿元、44.6亿元和58.2亿元。扣除土地增值税和企业所得税的影响，这些投资物业公平值收益这几年累计为恒大贡献了超过100亿元的归股东净利润。

不过，恒大此举经常招致部分投资者的非议。他们认为，恒大项目大多位置偏远，那些临街商铺和地下车位并不值钱，也产生不了多少租金收益。重估有增加利润和所有者权益、粉饰报表之嫌，把住宅小区的地下车位都拿出来重估的开发商似乎只有恒大一家。好在，专业分析师和有经验的投资者直接看核心净利润口径，并不受重估收益的影响。对于恒大地产管理层来说，由于公司底子薄、利润积累少、负债总额高，确实有充分利用规则充实净资产，做大分母降低净负债率的动机。毕竟，净负债率看起来低一些，融资成本也会低一些。

2013年度，恒大地产的核心净利润是103.1亿元，同比增长66.2%，其中股东应占92.1亿元，同比增长48.9%。地产分析师按照股东应占核心净利润口径计算，恒大地产的静态市盈率为4.6倍。

（三）“恒大式派息”

在恒大地产2013年度业绩公告中，最惊艳的并非上述收入、利润指标，而是超高的分红派息。公司宣布，2013年度，每股派息0.43元人民币，占每股盈利0.789元人民币的54.5%，约合每股0.54港元，相当于当日收盘价3.66港元的14.7%！方案一出，恒大小股东们一片欢腾，他们明白，在股价严重低估的时候真金白银地大比例分红可以用来再投资，买入更多的公司股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场本来以为资金链紧绷的恒大地产以这种“打肿脸充胖子”的方式高派息只是一时冲动，不具备可持续性。不料，一年后，在2014年度业绩公告中，恒大地产继续保持每股0.43元人民币的超高派息。此前生怕高分红昙花一现的恒大小股东们如释重负，但其他人就不这么想了。雪球大V“有才哥”（化名）前一天还发帖预言，继“华南五虎”中某家地产商宣布不派息后，恒大地产将是下一家宣布不派息的地产商。不料一天之后，他就被打脸了。这位大V一头雾水，自言自语道：“一边借15%（注：原话，不属实）的贷款，一边派高息，这是为什么？为什么？”然后似有所悟：“如果我是大股东，我也会派高息，肯定！”另一位雪球大V“健谈哥”（化名）一语道破，自称“阴暗地”想：“许老板把公司的钱派到自己口袋里，公司就算倒了，自己也还是富豪。”这种想法在当时颇具代表性，连专业地产分析师们也十分纳闷：“这（高派息）发生在公司持续购地、资产负债表疲弱以及巨大的资本支出压力下，管理层在分析师会议上没有给出如此高派息的原因，也没有对未来股息分派政策给出指引。”

所谓“恒大式派息”，就是别人觉得你没钱，无力派息，而你却偏偏派息比谁都慷慨。恒大的高派息模式始于2013年年报，并于2015年年报后正式宣布将派息政策稳定为当年股东应占净利润的50%。

（四）股权激励与管理层行权

2014年4月1日，年度业绩发布会次日，受高派息利好刺激，恒大地产股价高开9%，之后冲高回落，全天收3.83港元，涨幅4.64%，成交2.64亿股，换手率高达1.8%。后来公开信息显示，在业绩发布会后数个交易日内，部分恒大管理层合计行使股票期权9700万股，其中包括集团三号人物、功勋副总裁李钢先生。4月17日，恒大公告，李钢先生辞去执行董事，宣布退休。3个月后，重新获得股东大会授权的恒大董事会，又下令回购了这些因管理层行权而增发的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为防止内幕交易等违法行为，交易所对中高层管理者买卖自家公司股票有严格限制。部分上市公司如恒大，还因为实际控制人持股比例较高，为避免公众持股比例不足而不允许高层管理人员直接持有公司股票。对中高层管理者的长期激励主要靠股票期权计划。当高管选择行权时，公司增发新股向二级市场出售，市场价和行权价的差价为行权所得，扣税后汇入相应高管个人账户。公司的总股数会因股票期权行权而增加。港交所要求企业按月披露股票期权行权总数，董事会成员行权须单独披露。

容易引起误解的是，一些媒体在报道公司高管行权行为时，经常表述为“减持”“套现”，使不明真相者误以为管理层不看好自家公司前景。例如，多家媒体4月22日曾报道：“恒大地产（HK.3333）主要股东李钢于2014年4月4日，场内减持公司好仓336万股，套现1293.6万港币，成交均价3.85港币。”实际情况是李钢先生在退休前行使股票期权，根据规定，离职员工的剩余期权必须作废。

2014年10月，趁着股价低迷的时机，恒大集团又开展了公司历史上第三轮股权激励，向101名中高层管理人员授予5.30亿股股票期权，行权价3.05港元/股。为什么股价低迷时是开展股权激励比较好的时机呢？因为按照规定，行权价通常取前一个交易日的收盘价。对被激励的员工来说，当然行权价越低越有利。

五、永续债的股债之争

（一）永续债是股还是债？

在恒大地产2013年的年报上，收入、毛利、净利润、核心净利润等指标都堪称靓丽，派息尤其惊艳。然而，通读整份业绩报告后，地产分析师却加重了对恒大地产未来前景的担忧。申万宏源的研报中描述了如下事实：“在2012年购地策略短暂转向保守后，恒大2013年又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大幅提速了购地步伐，尤其在下半年大量购买一二线城市土地，其中部分土地代价高昂。全年土地收购费用因此同比大幅增长320%至700亿元人民币，相当于全年千亿元合约销售的70%。截至年末的未付分期土地款也因此从2012年的340亿元增长至570亿元，其中240亿元需要在2014年内支付。”随后，分析师计算了恒大2014年的现金流：“与年初给出的指引一致，管理层仅将2014年合约销售目标定为1100亿元人民币，较去年增长10%；但全年的支出预算已经达到1280亿元左右，其中包括建工开支500亿元，其他各项税费400亿元以及土地费380亿元。”看起来，2014年恒大的经营现金流注定为负，必须继续扩大融资来弥补缺口。

引起分析师最大争议的其实还不是现金流，而是资产负债表上高达250亿元的“永久资本工具”，简称“永续债”。什么是永续债？按照定义，永续债与优先股类似，也叫类优先股。永续债没有固定的还本期限，只按约定利率支付利息，什么时候偿还本金由债务人决定，债务人也可以一直不赎回本金，只支付利息，甚至利息也不具有强制性，遇到困难也可以延缓支付。正是因为没有固定的还本期限，所以无论是按照香港会计准则还是按照内地会计准则，永续债都可以列为股东权益而非负债。与优先股股东一样，永续债所有人并无表决权。在我国，永续债最早出现在2013年。在2013年末的资产负债表中，国电电力就将永续债列入净资产。作为第一批吃螃蟹的恒大地产，也将250亿元永续债列在了净资产中。由于净资产分母增大，恒大地产的净负债率从2012年末的92%大幅下降到2013年末的70%。

看上去很美，但分析师并不认可。其实不止香港地产分析师对永续债作为权益不认可，内地会计界也因此产生了巨大争议，普遍认为永续债美化了资产负债表。特别是有人找出恒大地产与某基金管理公司签订的永续债条款，发现该笔永续债允许在2年期满后赎回，其中第一年的利率是12%，第二年是13%，如果满2年未赎回，第3年的利率则跃升至18%。对于房地产企业来说，当时以12%~13%的利率融资还算正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

常，在合理范围内，但18%的利率是显著过高的。一时间，地产界、会计界、国内外媒体都对恒大高息永续债议论纷纷，严重表示担忧，穆迪将恒大地产的评级展望从稳定调整为负面。

明眼人不难看出，只要有现金或能通过其他渠道融到成本更低的资金，恒大就不会真正支付18%的利率，而大概率会在永续债2年期满时赎回并偿还本金。这就意味着，这些永续债本质上更像是2年期负债而非净资产，恒大将其列在净资产中的确有美化报表之嫌。于是，分析师另外计算了一个把永续债当作负债的口径，恒大地产的净负债率变成了148%，远高于恒大自己算的70%。

永续债当作负债的口径：净负债率＝（有息负债＋永续债－现金）/股东权益

永续债当作权益的口径：净负债率＝（有息负债－现金）/（股东权益＋永续债）

（二）用永续债给大项目融资

按照房地产行业的经验数据，净负债率70%是警戒线，148%则近乎疯狂。分析师对恒大的担忧是很严肃的。问题是，恒大为什么要借这么多永续债呢？2013年借了250亿元，2014年上半年再借279亿元。答案是：恒大要用永续债来支持一二线城市的大项目拿地。

按照有关规定，银行贷款是不可以用于房地产项目拿地的，只能在开发项目“四证齐全”后作为开发贷。“四证”包括国有土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证。对于不想使用股权合作方式拿地的开发商，会偏爱使用房地产信托贷款，但通常要求自有资金占比30%以上。房地产信托贷款的利率一般为8%~12%，有时对一些小型开发商的利率可能高至18%。毫无疑问，信托借款在开发商的资产负债表上是有息负债。而永续债作为2013年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

起流行的一种融资工具，虽然成本比信托贷款更高，但在会计上可以列为少数股东权益，而且杠杆更高。据夏海钧在一次业绩发布会上介绍：用永续债拿地，自有资金可以只占20%，永续债占80%。

在2013年8月初的那次集团会议上，许家印曾要求公司上下抓住机遇、快速发展，具体提出了4项要求，其中第一项是抓好一二线核心城市优质大项目的上马；第二项则是抓住金融市场机遇，加大上述优质大项目的项目融资力度。他具体解释道：“如果不加大大项目的融资，那拿到几十亿元的重大项目，下一步资金怎么解决？尽管我们在今年6月30日的现金余额达到406亿元，但是我们还有很多工作要做，不可能全部用来买地，所以说，大项目融资是下半年的重中之重。上半年，国家GDP增长7.5%左右，不算太高，但是对于大企业，尤其是金融方面，还是有一些比较宽松的政策，这就是机遇，务必要抓住。”事后看，许家印当时在会上强调的金融市场机遇、对大企业金融方面的宽松政策，就包括永续债的放开。可以说，正是充分运用了永续债，恒大才能在2013年下半年和2014年上半年席卷一二线城市几十块高价优质土地。后来，永续债工具一直被恒大使用到2016年，峰值时余额高达1160亿元。

在2013年之后的4年时间里，恒大始终把永续债单列在净资产之下，但地产分析师始终将其看作负债。而财经记者则总是像发现惊天大秘密一样，一而再、再而三地揭开恒大永续债的神秘面纱，企图揭示其背后的隐患。

六、恒大足球（中）：问鼎亚洲，启动青训

（一）4年豪取亚洲冠军

前文讲过，2010年4月，刚开始投资足球的许家印，就吹了一个天大的“牛”，说广州恒大俱乐部要3年夺中超冠军，5年拿亚冠冠军。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这个“牛”当即受到业内人士、媒体乃至广大球迷的冷嘲热讽，“地产土豪真敢放卫星啊”！然而这支球队随后几年的成绩，却狠狠地打了嘲讽者的脸，一时间，满地都是眼镜碎片。

2010赛季，广州恒大俱乐部提前三轮成功冲超，获得中甲联赛冠军。

2011赛季，升班马广州恒大超额完成打进四强的赛季目标，提前三轮夺得中超联赛冠军，上演了中国版凯泽斯劳滕神话（凯泽斯劳滕神话指升班马夺冠的现象）。当年底，国脚赵旭日、荣昊转会广州恒大。

2012赛季，首次获得亚冠联赛资格的广州恒大，在代表中国出战的第一场国际比赛中，客场5:1横扫韩国K联赛老大全北现代，获得中韩俱乐部交锋史上的最大胜利，举国上下为之一振。当年，广州恒大卫冕中超冠军，在亚冠赛场上遗憾地止步八强。值得一提的是，2012年5月，功勋主教练韩国“铁帅”李章洙闪电下课，广州恒大请来了世界冠军教头——“银狐”里皮，引起了巨大轰动。马尔切洛·里皮先生曾经率领尤文图斯队夺得5次意甲冠军、1次欧冠冠军，率领意大利国家队夺得2006年世界杯冠军，算得上世界顶级名帅。在随后半年多的时间里，巴西强援埃尔克森、韩国国家队主力后卫金英权、中国国脚黄博文、曾诚陆续加盟广州恒大。

2013赛季，“银河战舰”横扫亚洲，大杀四方，在实现中超三连冠之外，广州恒大首次夺得亚冠联赛冠军。4年前许家印吹的那个“5年夺亚冠”的“牛”，居然提前一年就实现了！2013年11月9日捧杯的那个夜晚，举国欢腾，无数中国球迷激动不已、热泪盈眶！亚冠夺冠夜庆典上，数万球迷跟唱由许家印参与作词的主题歌——《崛起》：

崛起

作词：许家印、小柯　作曲：小柯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

演唱：孙楠、陶喆、韩红、古巨基、容祖儿、阿Sa、周笔畅、周晓鸥

无论怎样你都是我的兄弟

再遥远都会注视着你

你的每一次跌倒和爬起

我的心疼，我的惋惜

无论怎样都要拥有尊严

什么结果都不会怪你

荣耀与辉煌不只是胜利

逆风展翅，腾空崛起

向前冲　昂起头

身为战士做英雄

男子汉　跟我走

狂奔燃烧热汗流

向前冲　昂起头

炎黄子孙齐加油

丈夫崛起高昂首

腾身一跃向胜利冲锋

向前冲　昂起头

面对更高的追求

有你为我大声吼

我会奋勇到最后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

向前冲　昂起头

炎黄子孙齐加油

丈夫崛起高昂首

腾身一跃向胜利冲锋

慷慨激昂的歌词，表达的岂止是足球精神，更是许家印创业多年干事业的内心写照。

2014年，许家印邀请马云共同投资广州足球，俱乐部更名“广州恒大淘宝”。在随后几个赛季，广州恒大淘宝保持强势，豪取中超七连冠，并于2015赛季再夺亚冠联赛冠军。

在2012年初的那场5:1痛击韩国全北现代队的亚冠比赛之后，足球媒体和球迷的态度开始急剧变化，路转粉的越来越多，为恒大点赞的声音越来越大。优异的外战成绩点燃了全国球迷的热情，不仅广州恒大的球迷迅速遍布全国，因为伤心绝望多年不看中国足球的老球迷们也陆续重新关注中超和亚冠，“如果没有广州恒大，谁还看中超”成为很多球迷共同的心声。在2013年首夺亚冠冠军及中超三连冠后，足球媒体的主流基调已经变成向广州恒大学习，以前批评、嘲讽、诅咒的声音基本绝迹。在2015赛季后再夺亚冠冠军并取得中超五连冠后，“恒大王朝”已经确立，足球圈内即便有不服气的声音也变为另类。

不过，关于许家印投资足球的动机，坊间始终存在一种论调，说许家印不过是“投上所好”，甚至有声音将许家印黑化为“当代高俅”。另外，在资本市场看来，恒大足球的成功仿佛对恒大集团的长远发展毫无益处。未出成绩时，一些投资者把足球当作恒大地产的一个负面包袱来看待。在2013年11月9日广州恒大首夺亚冠冠军后，全国上下一片欢腾，恒大的品牌形象极大提升，美誉度空前高涨，还在央

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

视直播的庆祝仪式上趁机推出了恒大冰泉，但整个香港资本市场对这一事件置若罔闻，无一家投行研报提及，股价也是毫无反应。或许只能这样理解，香港分析师中没有中国足球球迷。

（二）成立新型足球学校

实干者既无暇理会流言蜚语，也没有被一时的胜利冲昏头脑。许家印团队从刚开始投资足球时就清楚地知道，凭借超常规的金钱投入、垄断稀缺国脚、引进世界名帅和高水平外援以及职业化管理，只能取得一段时间的成功，只是为疲弱的中国足球注入了一针兴奋剂。从俱乐部层面来看，联赛红火起来后，其他财力雄厚的竞争对手也可以加大资金投入，引入高水平外援，完善管理，高薪竞争下一代国脚，从而缩小与广州恒大的实力差距；从中国足球层面来看，优秀本土球员稀缺，俱乐部过于依赖高水平外援，仍然无法解决国家队成绩低迷的问题，并不能从根本上振兴中国足球。怎么办？答案是众所周知的——踏踏实实做青训！

然而做青训投资周期很长，见效非常慢。一个有一定天赋的足球少年，从8~10岁开始培养，正常要等到20岁以后才能成才，起码也要到18岁才能崭露头角。判断一家企业投资足球是一时投机还是立足长远，最简单的办法就是看其对青训的重视程度。在当时的中国职业足球俱乐部中，只有山东鲁能、浙江绿城、根宝基地等少数几家是持之以恒认真做青训的，全社会的足球青训基础非常薄弱，踢球的小孩儿凤毛麟角。而恒大，从一开始做足球就有自己的长远规划。经过深入调研考察，恒大团队在充分了解中国足球现状和国际先进经验的基础上，决定投资19亿元在广东清远建立一所全球规模最大的、软硬件条件亚洲一流的寄宿制“万人”足球学校。2012年9月，恒大皇马足球学校正式落成并开学，这座不同于国内传统足球学校的新型足球学校有以下主要特点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（1）足球、文化教育并重。长久以来，中国踢足球的孩子，在12岁小学毕业时，就不得不做出艰难的抉择：继续读书还是继续踢球，两者不可兼得。继续读初中，就意味着与职业足球彻底告别，以后最多做一名业余球员；继续踢球，就要进入业余体校或类似于秦皇岛中国足球学校等传统足校，后者已于2009年停止招生。在业余体校和传统足球学校里，文化课教育形同虚设，导致国内职业球员文化水平普遍较低，这在一定程度上限制了球员发展的上限。在当时国内足球学校中，1999年成立的山东鲁能泰山足球学校和2004年成立的浙江绿城足球学校，是相对重视文化课教育的。恒大皇马足球学校则从一开始就非常重视文化课教育（恒大足校小学部课程表如表4.1所示），先后与华南师大、人大附中开展合作办学，旨在培养“有文化的足球人”和“有足球特长的文化人”。从恒大足校的公开招聘信息中可以看到，对文化课教师的资质要求颇高，待遇也不菲。足校毕业生除了成为职业球员外，还有考取体育类、师范类大学的发展通道，有机会成长为足球青训教练、裁判员、足球经理、足球经纪人、足球记者等足球产业链相关人才。

表4.1　恒大足校小学部三年级某班2018至2019学年第二学期课程表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时间		星期一	星期二	星期三	星期四	星期五
早晨	早读	升旗	语文	英语	语文	英语
上午	第1节	数学	英语	英语	语文	数学
	第2节	英语	语文	数学	语文	美术
	第3节	音乐	足训	语文	英语	语文
	第4节	体育	足训	语文	科学	语文
午休						
下午	第5节	数学	美术	思品	数学	英语
	第6节	语文	数学	实践	音乐	阅读
	第7节	足训	足训	兴趣	足训	足训
	第8节	足训	足训	兴趣	足训	足训
晚餐						
晚上	晚修1	写字	写字	写字	写字	写字
	晚修2	语文	语文	英语	数学	英语
	晚修3	语文	数学	英语	数学	英语

（2）办学规模大。当时国内规模最大的山东鲁能泰山足球学校，占地500亩，场地十几块，在校学生五六百人。而恒大皇马足校占地1016亩，拥有50片国际标准足球场、21幢学训大楼和学生公寓。校园环境优美，学生身处其中仿佛置身童话世界。在办学前3年内，恒大皇马足校每年招收1000名左右的学生，使在校学生总数很快达到3000人的规模，被吉尼斯认证为全球最大的足球学校。

（3）办学起点高。恒大足校之所以冠名“皇马”，是因为与世界顶级豪门西班牙皇家马德里足球俱乐部达成合作协议，由皇马选派20多名优秀的西班牙青训教练常驻足校本部，并进行“PK制”执教，促进良性竞争。学校同时聘有100多名具有本科学历的国内年轻青训教练。足球教学全面采用西班牙青训大纲，让孩子们不出国门即可接受国际领先的足球训练。

（4）公平竞争。腐败是中国青训的毒瘤，教练向学生家长索贿司空见惯。为了增加孩子的上场机会，有钱的家长也会主动贿赂教练。曾有退役国脚在网上匿名披露国内青训选拔机制的阴暗时称，2000年前后，除了极少数技术特别出众的明星球员，一个没有强硬关系的孩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

子要想进入职业俱乐部一线队，起码要花一两百万元。从制度上预防腐败，一向是恒大集团在管理方面的长项。学校明令禁止教练员接受学生家长宴请和送礼，同时完善制度确保考核、选拔公平公正，保证优秀人才不被埋没。

2014年9月起，恒大皇马足球学校又在西班牙马德里设立了分校。西班牙教练每年从本部14岁的学生中选拔25人的精英梯队，整建制地送往西班牙分校留学3年，在足球强国的环境中学习成长，与当地实力更强的青少年球队交流比赛。留学3年中，每年都会进行考核和末位调整，并从足校本部同年龄段B队中补充优秀球员。文化课老师也跟随孩子前往西班牙，与足校本部同步进行文化课学习。

恒大皇马足校招生范围面向全国，以9~13岁为主、身体健康、热爱足球的孩子都可以报名。最初每名学生每年交费3.5万元，后来涨到5万元，涵盖学、训、赛、吃、穿、住、行。大约20%的有足球天赋的贫困学生可以享受部分或全额学费减免。但即便是收费办学，仍然无法覆盖高昂的办学成本，恒大皇马足球学校每年的亏损都超亿元。

七、恒大冰泉（上）：横空出世，高举高打

（一）横空出世

2013年11月9日晚，中央电视台等多家媒体同步直播了一场在广州天河体育场举行的亚冠决赛，对阵双方为中国广州恒大和韩国首尔FC。这是中超球队首次打进亚冠决赛，吸引了亿万中国球迷的热切关注。最终，广州恒大不负众望，成功捧得冠军奖杯。不过，当天最吸人眼球的除了足球，还有一瓶矿泉水。比赛中，广州恒大足球队的球衣胸前广告悄然印上了“恒大冰泉”字样；中央五台和广东卫视的比赛转播间隙，时长5秒钟的恒大冰泉广告频繁播放；在赛后的现场庆祝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表演中，“恒大冰泉”的广告牌成为舞台背景，超大瓶子模型环绕赛场。

次日上午，恒大集团趁热打铁召开新闻发布会，正式宣布推出一款高端矿泉水产品——“恒大冰泉”长白山天然矿泉水。吉林省领导、恒大集团领导以及恒大矿泉水集团领导共同为恒大冰泉揭开了神秘面纱。广州恒大足球队主教练兼恒大足球学校校长里皮、中国女排主教练兼广东恒大排球俱乐部主教练郎平、前世界足球先生菲戈、前西班牙兼皇马双料队长耶罗，同时出任恒大冰泉“全球推广大使”。

发布会上，恒大冰泉还公布了不同规格的定价方案：350毫升的定价3.8元，500毫升的定价4元，1.25升的定价6元，4升桶装的定价25元。方案一出，很快被媒体冠以“土豪水”称号。

恒大冰泉的“诞生”可谓横空出世，迅雷不及掩耳，那么恒大集团是从什么时候开始筹划矿泉水项目的呢？有媒体报道，2013年4月，许家印在香港向吉林省省长表达了投资千万吨矿泉水项目的意向；8月14日，吉林省政府赴广州洽谈，确定了投资方案；9月6日，双方签署了战略投资协议，项目计划总投资100亿元；9月28日，恒大矿泉水集团成立；10月22日，恒大冰泉商标注册；11月1日，第一批恒大冰泉下线。

为什么要做矿泉水？在2014年3月底恒大地产业绩发布会上，许家印解释道：恒大集团志在做百年老店。在当前坚定不移地做好房地产主业的同时，管理层多年来一直在寻找一个未来能够超越房地产的主业。管理层认为，快消品可以作为恒大未来的新主业，因为快消品是老百姓离不开的民生大事业。此外，快消品可以有效地利用恒大足球这个营销平台，把多年积累的恒大品牌和足球品牌，转化为商品的品牌价值。

恒大冰泉一诞生就是明星，但光环之外也不乏争议的声音。比如，关于“恒大冰泉”这个商标，很快有“定位理论”的专家给予批

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

评，认为不应该使用“恒大”二字，因为喝起来会有一种混凝土味。而据说由许家印亲自选定的瓶型，也遭到一些消费者的诟病，认为过于普通，与高端土豪水的形象不匹配。

（二）高举高打

2014年1月12日，恒大冰泉举行全国合作伙伴大会暨订货会，现场完成订货57亿元（零售口径）。许家印在会上宣布了未来3年恒大冰泉的销售目标：2014年100亿元，2015年200亿元，2016年300亿元。许家印表示，恒大远期战略目标是实现1500万吨的产能和销量。

然而，在业内人士看来，许家印提出的“1年100亿，3年300亿”的目标过于激进。要知道，2013年中国包装饮用水总体市场空间才1000多亿元，行业领军企业如华润怡宝、农夫山泉、娃哈哈的年销售额也才100亿元左右，而整个高端矿泉水的市场空间不到50亿元。恒大凭什么能用1年时间赶上行业龙头，并且使高端矿泉水的市场空间数倍膨胀呢？不过，有恒大足球“3年夺取中超冠军、5年夺得亚洲冠军”的成功先例在，谁也不敢断言这次恒大冰泉就不会创造奇迹。

以恒大的行事作风，许家印绝不会不经调研随随便便就夸下海口。在2014年3月底的恒大地产业绩发布会上，许家印透露了他的思路：“经过亚冠决赛和前期宣传，恒大冰泉现在已经家喻户晓。现阶段我们主要是通过各种广告和线下活动宣传恒大冰泉的品质，让人们知道恒大冰泉是好水。首先我们是一处水源供全球，其次我们不是搬运地表水，因为大气都污染了，地表水很容易受污染。前几天，环保部发布报告称全国有3亿人的饮用水是受污染的水。我们搬运的是长白山原始森林覆盖下，经3000万年地下火山岩融滤，无空气接触灌装而成的优质天然矿泉水。接下来我们还要改变消费者的饮水观念，强调喝好水对健康的影响。人们生活水平越来越高，势必会越来越注重健康。在定价上，我们的水和依云水是同样品质的，但价格便宜很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多。”显然，许家印认为，随着中国富裕家庭越来越关注健康，花钱喝好水的饮用水升级阶段已经到来，恒大这时候切入市场，大力开展消费者教育，是有希望带动矿泉水品类出现井喷的。

为了实现许家印提出的“大跃进”目标，恒大冰泉的团队相继打出了一系列组合拳。

（1）抢占优质水源探矿权。同样是在2014年3月底恒大地产业绩发布会上，许家印透露：“做天然矿泉水，最关键的资源就是好的水源。国内大部分水源地的年产量都只有几十万吨，对于恒大这样的大集团没有意义。而长白山是和阿尔卑斯山、高加索山并称的世界三大黄金水源地，水质好，水量丰沛。长白山矿泉水每年允许开采总量超过3000万吨。大部分都白白流走了。虽然有众多企业在长白山投资设厂，但规模都不大。而恒大一举拿下1500万吨的水源探矿权，也是要经过招拍挂的。花了多少钱呢？2万元。这不是谁想拿就能拿到的。”当时，长白山区域已探明的天然矿泉水泉眼有上百个，年涌量超过2亿吨。恒大集团能够以象征性的价格拿下探矿权，显然是因为与吉林省政府签署了百亿投资的战略合作协议。后来，恒大又拍下长白山北坡、西坡、南坡多个优质泉眼的探矿权。

（2）投资建厂，扩充产能，引进最先进的设备。恒大冰泉于2013年首先斥资2.4亿元收购了一家位于长白山脚下靖宇县的年产能40万吨水厂。2014年，在靖宇县和安图县分别新建了一座90万吨产能的新工厂，投资6亿元引进了6条德国进口生产线。其中一座工厂于2014年8月18日建成投产，另一座于2015年3月建成投产，总产能达到220万吨。新生产线采用德国克朗斯等世界最先进的设备，生产节拍达到0.4秒一箱，比原生产线快3倍。“估计印钞机也没我这个快。”许家印开玩笑说。新生产线从吹瓶至码垛实现全自动化，单线、单班只需7名操作工人。工厂取水通过数公里长的不锈钢管道直接从矿泉泉眼内全封闭引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

流，经臭氧杀菌及钛终端过滤系统过滤，从取水到灌装全程无空气接触，避免二次污染，严格保证了水的品质。

（3）一瓶一码防伪。高端矿泉水由于售价较高，使假冒产品存在生存空间，一旦假货泛滥，将极大地伤害品牌。恒大从一开始就考虑了这个问题。2015年初，恒大冰泉全面启用二维码防伪技术，“一瓶一码”具有唯一性，且开瓶后第一次扫有效，第二次扫则会失效。使用这项防伪技术是会增加成本的，时至今日，恒大冰泉还是国内唯一使用这项防伪技术的饮用水品牌。

（4）铺天盖地的广告。通过央视多个频道、知名门户网站高密度投放广告，3年时间号称累计投入60亿元广告预算。先后采用的广告语包括：“恒大冰泉，长白山天然矿泉水”；“爸爸妈妈，我要喝恒大冰泉”；“天天饮用，健康长寿”；“喝恒大冰泉，美丽其实很简单”；“喝茶醇甘，做饭更香”；“真矿泉，真好喝，美丽健康强壮”；“恒大冰泉，一处水源供全球”；“不是所有大自然的水都是好水，恒大冰泉，世界三大好水”；“我们搬运的不是地表水，是3000万年长白山原始森林深层火山矿泉”……先后邀请的明星代言人包括里皮、郎平、成龙、范冰冰、金秀贤、全智贤。恒大冰泉营销团队对目标客户的定位是：都市富裕人群，受教育程度较高，注重自身及家人健康，追求时尚，善待自己，消费有主见，有较高的偏好度和忠诚度，注重体验，追求高层次精神享受。

（5）全渠道铺货。在2014年1月12日恒大冰泉举行的全国订货会上，许家印宣布恒大冰泉已经用一个多月完成了全国20多万家销售网点布置，包括沃尔玛、华润万家、家乐福、易初莲花、乐购等大型卖场以及全国所有片区的快消品分销系统，“创造了消费品行业的奇迹”。许家印进一步表示，恒大冰泉未来将实现进驻200万家门店的目标，全面覆盖全国县、乡级的商超。随后，恒大冰泉的渠道铺货进展神速，除了商超外，大量的桶装水的水站改头换面，披上“恒大冰泉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

直营店”的外衣，部分航空公司的航班上开始供应恒大冰泉，一些连锁酒店的赠饮水也变成了恒大冰泉。此外，恒大遍布130个城市的200多个楼盘成为批发站和仓库，各地的恒大酒店、恒大影城、运动中心、健康中心开设了专卖店。

（6）一处水源供全球。2014年5月20日，恒大冰泉在北京人民大会堂河南厅与英国、法国、德国、俄罗斯、意大利、荷兰、西班牙、匈牙利、土耳其、波兰、斯洛伐克、白俄罗斯、瑞典等欧洲主要国家经销商代表签订合作协议。一周后，恒大冰泉再签美洲、亚洲、澳洲15国出口协议。恒大冰泉象征性地实现了“一处水源供全球”。

（7）高薪挖人。恒大冰泉从一开始就用高薪从同行挖人，待遇高出30%~100%，挖人的范围从高管到销售人员再到水厂工人。比如，在吉林省靖宇县的水厂，恒大一上来就开始从农夫山泉等其他企业挖人，如果农夫山泉给的薪资是3000元／月，恒大就给开4000元／月。但是，矿泉水集团及其各分公司的一把手，仍然以从恒大地产集团调来的老恒大人为主，其中董事长潘永卓之前是恒大地产某地区分公司董事长。经过一年多时间的野蛮发展，恒大矿泉水集团员工总数超过万人。

（8）大力度促销。2014年夏天的瓶装水销售旺季，恒大在各大超市以及住宅小区大力开展促销活动。由于原价定得高，促销力度比较大，开始是买水送球衣，后来干脆买一送一。2015年开始一瓶一码后，开启了大规模的扫码抽奖促销，中奖率非常高，有些积极扫码的消费者不但能白喝水，还能净赚钱。此外，在恒大地产全国各地的售楼处，恒大冰泉成为赠品或抽奖的奖品。全国高考期间，恒大冰泉还组织人力在各考点向考生和家长免费赠饮。

（9）降低运输成本。许家印在恒大地产业绩发布会上还主动披露了运输成本：“以较远的广州计，汽车运输0.40元／瓶、火车运输0.20元／瓶，如果走营口港海运则低至0.16元／瓶。”相较于水源地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在西藏的“西藏5100”和青海的“昆仑山”，恒大冰泉无疑具备显著的运费优势。2014年5月20日，恒大集团还同中国海运集团、中国远洋运输集团签订战略合作协议。

（10）抓住机会进行事件营销。2014年4月10日，由于兰州石化管道泄漏，导致兰州发生自来水苯含量严重超标事件。兰州市民将所有超市的瓶装水一抢而空，个别便利店越此打动水价翻倍。许家印得知消息后第一时间急电兰州市市长认捐50万箱恒大冰泉，12日送到。军令如山，接到命令的恒大矿泉水集团连夜出动3000名员工，调集1000辆货柜车，从华北地区调集50万箱、1200万瓶恒大冰泉火速运往兰州。其中，25万箱直接派发市民，9万箱定向派发学校、敬老院、福利院等，16万箱被政府留作救灾应急物资储备。从许家印下达命令到所有矿泉水派发完毕，总用时仅65小时，完美展现恒大“铁军”的执行力。

那么，这一套组合拳打下来，效果如何呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第五章　争夺定价权，股价过山车

一、股市疯牛，恒大暴涨

（一）流动性宽松开启房地产大牛市

2014年11月22日，央行宣告同时降息降准，一举点燃了股市热情。A股从此加速上涨，展开了一轮波澜壮阔的大行情，仅用一个多月，沪指就从2400点飙升到3400点。2015年1月稍作调整后又进入疯牛行情，在各路杠杆资金的推动下，到6月12日沪指创出5178点的历史次高点。如果从2014年6月底的2000点附近算起，沪指本轮涨幅超过150%。

2015年初，流动性的宽松，使得嗅觉敏锐的炒房者活跃起来，他们预期将会有楼市利好政策出台。深圳二手房看房量成倍增长，卖家坐地涨价，买家出手果断，房价明显抬头。不出所料，2015年3月30日，中国人民银行、住建部、银监会联合发布的“3.30新政”，将二套房最低首付比例降为40%。此项政策的用意非常明显，就是要释放居民的改善性住房需求，以此拉动经济复苏。

2015年6月，股市的疯牛行情戛然而止，楼市的牛市才刚刚开始。深圳领涨全国，到2015年底房价率先翻倍。2016年，上海、北京紧随其后，强二线城市也不甘示弱，到2016年底，全国主要经济发达城市的房价差不多都较两年前翻了一倍。

（二）恒大地产5个月大涨167%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽管沪港通于2014年11月17日正式开通，但A股的火爆并没有完全传递到港股。长期在23 000点上下徘徊的香港恒生指数，直到2015年3月才有明显起色，但到2015年5月也不过涨到28 000多点。不过，在这轮时长只有两个月的行情中，香港内房股的表现显著跑赢大盘，而其中最亮眼的领涨龙头居然是长期不被市场看好的恒大地产！就在这不到两个月的时间里，恒大地产的股价从3.40港元左右起步，到5月5日最高涨到8.40港元。如果从上年末收盘价3.14港元算起，最大涨幅达到167%，而同期中国海外发展、碧桂园、融创中国等内房龙头的涨幅在50%~80%。

恒大地产的这波大涨行情可以分为3个阶段：“3.50攻坚战”“5.31新高战”和“8.40逼空战”。其中，“3.50攻坚战”打得最艰苦。3.50港元是恒大地产复权股价过去两年箱体震荡的高点，每次股价上到这个位置就会调头向下。所谓复权价，是把分红送股的除权影响复原之后的股价，有前复权和后复权之分。比如，一只股票分红前价格为10元，分红1元，除权后价格9元，那如果以分红后9元的价格为基准，把以前的股价进行复权叫前复权，分红前10元的价格将被复权为9元；而如果以分红前的股价10元为基准，把之后的价格复权，叫后复权，分红后9元的价格将被复权到10元。

波段爱好者和空头很喜欢在前复权价3.50港元这个位置沽出筹码或借货卖空，待股价回落后再买回来，这次也不例外。从1月2日一根大阳线收3.34港元吹响冲锋号算起，多空双方反复拉锯，多头前6次冲上“3.50高地”都立足未稳就被空头击退，直到3月19日第7次冲锋才终于有效突破，收盘3.57港元。至此，长达52个交易日的“3.50攻坚战”宣告结束。重要心理关口被突破后，前期压力位变成后期支撑位，从此往后，恒大地产的后复权收盘价再未低于3.50港元。3.50港元以下卖空者全部亏损，波段卖出者追悔莫及。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

技术面的有效突破引来了大批趋势投资者跟风，尤其是3月30日年度业绩发布后，恒大地产的成交量数倍放大，从之前的每天平均两三千万股，到之后的每天少则八九千万股，多则2亿股甚至4亿股。虽然获利盘不断减持，但新增资金加速流入。从站上3.50港元心理关口到突破5.31港元的前复权历史最高价，多头仅用了21个交易日，可谓势如破竹。而4月22日收盘价站上5.34港元历史新高后，部分空头继续抵抗的信心被摧毁，一时间兵败如山倒，平仓止损、连环踩踏的空杀空行情使得股价摧枯拉朽，仅仅8个交易日，就于5月5日盘中创出本轮行情高点——8.40港元。

这时，内心最遗憾的除了在3.50港元之下做T出局者，还有部分在4港元左右行权的恒大管理层。交易所对上市公司股权激励行权是有特定要求的，例如在年报、半年报发布之前的一到两个月静默期内是不允许行权的。这一年的3月31日，也就是恒大地产披露年度业绩的次日，很多管理层就迫不及待地行使了手中的股票期权。这一天，在2.4亿股的总成交中，有高达1亿股是恒大管理层的股权激励行权，平均行权价在4港元左右。此后几天，还有不少管理层在3.90港元附近大量行权。这是否说明管理层对公司的发展缺乏信心？那倒不一定。但很显然，他们对低迷多年的公司股价没有信心。2009年11月公司上市前后，许家印分别对管理层做了两次股权激励，每次都分5批授予，其中第一批分别在2015年的10月和12月到期，也就是说，只剩半年多的时间了。很多被激励者觉得，相较于过去两三年，4港元已经是不错的价格了，与其再搏一下更好的价格，还不如就此行权。如果世界上有后悔药，他们应该会选择晚一个月再行权。

（三）领涨因为最便宜

恒大地产这波涨幅之所以领先同业，一是因为基本面趋势向好，二是有内地资金的热情参与，三是因为之前相对最低估。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

首先，在基本面方面，有以下多项利好。

2014年，恒大地产全年销售额为1315亿元，同比增长31%。这是在当年全国商品房市场总销售额同比下降6.5%的背景下逆势取得的成绩。同年，万科增长26%，碧桂园增长22%，保利增长9%，中海增长2%，融创增长30%。2015年一季度，恒大地产合约销售同比增长72%。

2015年3月13日，恒大地产发布正面盈利预告，预期净利润总额增长25%~35%。3月30日，发布年度业绩，亮点是每股派息维持0.43元人民币，折合0.54港元，对当时不到4港元的股价来说，静态股息收益率高达14%。

借款总额最高、借款利息较高的恒大地产，是本轮降息、降准最大的潜在受益者，利息总额、平均借款利率的改善空间最大。

此外，恒大地产频繁取得大型金融集团的战略支持。2015年2月3日，中国邮储银行与恒大集团在京签订战略合作协议，给予恒大200亿元综合授信。2月6日，国有四大银行之一的中国农业银行与恒大在农行总部签订战略合作协议，农行向恒大提供200亿元授信，用于民生住宅开发、社区金融、新型城镇化建设及其他领域的合作。4月24日下午，中国人民保险集团与恒大集团在北京签署战略合作协议，双方建立长期、稳定、互惠的战略合作关系。

其次，在资金方面，港股通开通后，恒大地产频频跻身于港股通成交量前10位。虽然在香港资本市场长期不受待见，但在内地，恒大品牌当时可谓家喻户晓，美誉度颇高，恒大楼盘覆盖全国一百多个城市，恒大足球仅用4年就豪取亚冠冠军。央视CCTV5每周都会直播广州恒大队的足球比赛，赛场广告牌上经常闪烁着“恒大地产3333，港股通标的”。对恒大地产等香港上市的内地知名企业来说，通过“港股通”过来的资金毕竟是一股净买入的生力军，长期积累下来，其力量不可小觑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最后，在估值方面，恒大地产相对同行显著偏低。截至2014年底，恒大地产收盘价3.14港元，总市值折合人民币仅367亿元，比5年半前上市时还低，而2014年的合约销售额已经是2009年的4倍多。在第三方机构克而瑞发布的2014年房地产企业年度销售排行榜上，恒大地产以1362亿元排名行业第4，低于万科、绿地、万达，与保利、碧桂园相当，高于中国海外发展，远高于华润置地、华夏幸福，是龙湖地产规模的2.5倍。而2014年底的市值，恒大地产低于上述所有同行，市销率仅0.27倍，具体参见表5.1。

表5.1　主要龙头地产股2014年底市销率对比

股票名称	市场	2014年底收盘市值/亿元	2014年销售额/亿元	市销率=市值/销售额
万科企业	港股	1 529	2120	0.72
华润置地	港股	1 069	700	1.53
保利地产	A股	929	1362	0.68
华夏幸福	A股	461	520	0.89
碧桂园	港股	504	1250	0.40
龙湖地产	港股	464	510	0.91
恒大地产	港股	367	1376	0.27

二、恒大股债的定价权之争

（一）并不靓丽的年报

如果不是A股大牛市的背景，恒大地产在2015年前4个半月不可能上涨167%，因为在投行分析师眼中，恒大地产2014年的年度业绩并不像盈利预告中描述的那般靓丽。这份年报的主要数据包括：

- 交楼结算口径的报表营业收入增长18.9%至1114亿元。
- 房地产业务销售毛利率从29.5%下降到28.7%，销售毛利总额同比增长15%至318亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 销售及营销成本，由于恒大冰泉等多元化业务的广告及促销费用大增，总额激增112%到91.5亿元，行政开支增长16%至40亿元。
- 净利润总额180亿元，同比增长31%，但永续债持有人和少数股东分别瓜分43亿元和11亿元后，归属上市公司股东净利润仅剩126亿元，同比零增长。
- 非经常性损益方面，投资物业公平值收益94亿元，买华夏银行等股票一次性浮盈37.6亿元，汇率浮亏及融资成本约10亿元。
- 官方给出的扣除非经常性损益后的核心净利润总额增长16.5%至120亿元，但在被永续债持有人和少数股东瓜分后，留给上市公司股东的核心净利润下降28.4%至66亿元。不过，此口径疑似没有扣除投资华夏银行的一次性收益。
- 截至2014年末，如果把永续债当作股东权益，净负债率为85%，但如果把永续债作为负债，净负债率则暴升至251%。
- 每股派息0.43元。

在大多数专业投资者看来，这份年报除了分红回报率非常可观、合约销售增长快于行业、毛利率在全行业下滑的背景下相对坚挺之外，其他方面问题不少。合约销售额和营业收入的增长并没有带来归属股东净利润的增长，归属股东核心净利润还大幅下降了。恒大冰泉的大额亏损引发投资者对多元恶化的担忧，永续债的“滥用”不但瓜分了股东利润，还使得公司的净负债率飙升到令人恐怖的高度。加上2015年2月10日，恒大地产曾以12%的高息新发了10亿美元优先票据，更使人相信恒大的资金链已经十分紧张了。

不出意外，绝大多数投行分析师一如既往地唱空。德银给恒大地产定的目标价低至2.44港元／股，这意味着恒大总市值不到300亿元人民币。中银国际在标题为《财务成本和销售管理及行政费用拉低利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

率》的研究报告中指出："恒大地产公告2014财年收入同比大增18.9%。但是由于销售管理及行政费用和财务成本上升过快，特别是向永续债持有者的分配大幅增加，导致归股东核心净收益同比减少65%，核心净利率仅为2.6%。考虑到恒大地产可售资源充足，我们预计公司在2015年的合同销售金额为1500亿元人民币，同比增长14.8%。但是由于净负债比率高达251%（永续债计入负债），公司财务成本过高，限制了其盈利能力。我们认为目前估值合理，维持持有评级。不过由于公司2014年在一二线城市拿地成本低，NAV有所增加，所以将目标价调高7.5%至3.74港元／股。"由于一二线城市地价涨幅明显，到2015年二季度时，资本市场已经普遍承认恒大在2013年下半年和2014年上半年抢的那些地地价便宜了。该份研报附表中还预测恒大地产2015年至2017年的结算营业收入分别为1320亿元、1530亿元和1707亿元。

不过，雪球网也有一些非主流的声音，对上述现象做出了相反的解读。他们认为恒大在战略上借助永续债工具实现了一二线城市的快速布局，为销售高增长打下了基础，而所谓永续债瓜分的股东应占利润只是"借支"，两年后会"归还"。此外，恒大冰泉等多元化业务的亏损是暂时的，扭亏会成为未来的利润增长点。

（二）恒大股票的定价权之争

在3月30日的年度业绩发布会上，有投资者建议，在港股通已开通的背景下，管理层应加大国内路演的力度，吸引国内资金来投资恒大地产。许家印当场坦承，过去两年他路演做得少，但这次业绩会后已经安排好一轮大规模的巡回路演，重点是国内的北京、上海、深圳等城市。

随后，整个4月份，许家印亲自带队，在国泰君安、海通证券、中信建投等国内知名券商的协助下，在京沪深进行了数十场巡回路演，路演对象包括国内大型公募基金、社保基金、知名私募基金以及大型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国有银行和保险公司。路演的内容主要是介绍恒大地产的发展战略、巨量优质低价的土地储备、高速的销售增长、优秀的管理以及多元化业务的发展思路，并努力澄清投资者关于负债率等方面的疑虑。

冰冻三尺非一日之寒，市场对恒大的看法仅靠一轮路演无法扭转，但主动沟通了，总会有积极的影响。4月20日，国泰君安和海通证券双双发布研究报告，首次覆盖恒大地产，并分别给出6.5港元／股和7.7港元／股的初步目标价，不久之后又进行了上调。一时间，恒大地产成为资本市场的热门话题之一，恒大股票的定价权甚至被说成是中资和外资投行对港股定价权之争的关键一战。应该说，这段时间恒大地产股价的暴涨原因，除了上一节提到的基本面向好、估值低廉外，也与管理层本轮路演获得内地资金的支持有关。

截至2015年5月12日，各大投行对恒大地产的最新目标价分歧巨大。多空两大阵营基本上是中外对决，但多头里有“外援”新加坡大华继显，空头中也有“内应”中金和招商香港。2015年5月中外投行对恒大地产评级及目标价如表5.2所示。

表5.2　2015年5月中外投行对恒大地产评级及目标价　　港元／股

唱多阵营			唱空阵营		
投行/券商	评级	目标价	投行/券商	评级	目标价
中信建投	买入	11.50	德意志银行	沽售	2.44
中信证券	买入	10.35	花旗银行	沽售	3.48
海通证券	买入	12.15	高盛	沽售	4.80
国泰君安	买入	9.10	巴克莱	减持	3.10
银河证券	买入	8.91	美银美林	跑输	3.50
国信证券	买入	12.91～25.46	摩根大通	减持	2.40
新加坡大华继显	买入	10.55	中金证券	沽售	3.64
			招商证券(香港)	卖出	3.10

其中，国信证券给予恒大地产的目标价上限高达25.46港元／股，理由是：首先，恒大在地产主业上彰显龙头风范，土地储备最多，面积最大，分布最广；其次，恒大在一二线城市的土地储备占比不小且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成本较低，盈利前景好；最后，自2009年至今，恒大地产在土地储备面积、合约销售额、核心净利润等方面，年均复合增长率分别达到21.7%、34%及111%。

与此同时，空头“内应”招商证券（香港）将恒大地产的目标价从2.2港元/股上调至3.1港元/股，维持卖出评级，观点与主流外资大行一致。报告认为恒大地产股价大涨的主要原因是沪港通南下资金及楼市回暖，但认为恒大主要在三线城市布局，受房贷新政利好有限，而其一二线城市的新项目毛利率估算并不比三四线高，这将导致恒大库存增加且盈利疲软。报告预测恒大当年的净经营现金流仍将产生赤字两三百亿元，净负债率也将在年底上升至288%。超过千亿元的应付土地款和工程款需要在未来两年消化，而处于起步阶段的矿泉水等新业务也将继续消耗现金。总之，公司在资金面吃紧的情况下很可能进行配股融资。

再看看多头“外援”新加坡大华继显的研报。这份研报最大的特点是，作为地产行业分析师，写出了首份“跨界”报告，分别给予地产主业和其他新业务6.97港元/股和3.58港元/股的估值，合计目标价10.55港元/股。在地产主业方面，报告则列举了销售增长强劲、一二线优质项目布局、无理由退房促进、保障房机会、国内放开地产商发债等利好因素。

（三）恒大债券的评级之争

巨大的分歧不仅表现在恒大股票目标价方面，在恒大债券评级方面，国内外评级机构的结果差距同样显著。5月7日，标普宣布将恒大地产的长期企业信用评级由“BB-”下调至“B+”，展望负面，主要是基于对恒大地产永续债偿还的担忧，并预计恒大的财务杠杆和利息覆盖比率在未来12个月内将继续疲弱，流动性将受短期内大量债务到期影响而收紧。三大国际评级机构中的另外两家——穆迪和惠誉也同样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

给予恒大美元债一个“B”的“垃圾债”评级，理由同样是其“不断恶化”的资产负债表。

国内三家最大的信用评级机构——中诚信证评、大公国际、联合评级均给予中国恒大国内发债最高信用等级AAA，同时给予恒大主体最高信用等级AAA，评级展望为稳定。中诚信支持恒大地产AAA评级的原因包括：①突出的规模优势，20年经历多个地产小周期，后来居上取得行业领先地位；②分散的区域布局，进入全国139个城市，抗局部市场风险能力强；③显著的品牌竞争力，因足球获得很高的知名度和美誉度；④标准化的运营模式，成本控制和风险控制能力强；⑤多元化的融资渠道，提升了财务弹性。大公国际则认为恒大具有规模优势，具备较强的行情适应能力和抗风险能力。联合评级则预测，在销售连年持续增长的基础上，恒大的业绩指标终将不断提升。

（四）多空双方谁对谁错？

自香橼做空以来，恒大地产的小股东早已习惯于被投行和评级机构一致唱空，一下子涌现这么多唱多的国内机构，还真有些不适应。而恒大地产的空头们则怀疑，这些国内机构，不会是被恒大“收买”了吧？

对比多空双方的报告不难看出，在论据上，空方更喜欢引用财务报表中的数字来说明问题，而多方则更强调财报之外的一些“软性”因素。例如，在标普、惠誉的评级报告中，人们看到的主要是净负债率、核心净利率、经营现金流这些财务数字；而中诚信等内资评级机构则会考虑规模优势、行业地位、区域布局、品牌竞争力、标准化运营模式、成本优势、多元化布局等定性因素，并认为空头强调的那些问题都会在快速发展中逐步化解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场可以理解，中资投行和评级机构毕竟具有主场之利，对中国市场环境、中国企业的了解更深入、更接地气，与企业的沟通也更加顺畅；而外资投行和评级机构毕竟是客场作战，能投入的精力较少，深入调研不大方便，更倾向于小心谨慎地根据财务结果来评判企业。

有趣的是，部分事实是多空双方都有提及的，区别只在“虽然、但是”的先后顺序。空方强调“虽然销售增长迅猛，但是净负债率持续恶化”；多方则认为“虽然净负债率仍然高企，但这导致了销售的快速增长”。到底是像空方担心的那样，净负债率的恶化会导致增收不增利，白白给债权人打工？还是会像多方预期的那样，销售的强劲增长可以化解一切负债问题并最终给股东带来可观的利润？孰是孰非，只能留待时间检验。

三、大抄底：48天上100个项目

（一）加速拿地

2015年5月22日，《经济观察报》记者吴娓婷、谢敏敏发表了长篇文章《许家印下令大抄底：48天上100个项目！》，几天内被多家媒体转载。文章称，早在4月13日的内部工作会议上，许家印就提出要求：“今年前段时间我们已上项目近20个，接下来48天，我们要大上100个项目。”48天后是5月31日，换句话说，恒大计划在2015年上半年上马120个新项目，这对于2014年底只有不到300个项目的恒大地产来说，无异于新一轮“大跃进”，而当时地产行业内的主基调还是去库存。

许家印指出：“在5月31日前新上马100个项目，是硬性指标，也是集团战略。”为了在期限内完成任务，许家印给集团上下开绿灯：“无论一手项目还是二手项目，不要在付款、价格等一些细节方面犹豫，要迅速拿下优质项目，不要等到形势变化了干瞪眼。要求简

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

政放权，权限要下放给地区公司董事长，董事长把好关，投资中心快速审批，之后直接上报董事局审批。”随后，恒大集团总部放宽了之前非“五星项目”不拿的标准，并把认定项目标准的权力下放给地区公司。集团还通过考核地区公司董事长来推进拿地任务的执行，许家印说：“我们考察一位董事长的水平能力，包括上项目、队伍建设、工程管理、按时或提前开盘等各方面，近年来公司提拔了一批非常年轻的董事长，就是要树立典范和榜样。”

“上大项目为什么必须坚定不移？因为机不可失。”许家印强调。他指挥集团大上项目的依据首先是政策风向和市场环境，他很看好大势。许家印称，除2008年有一些利好政策之外，2009年到“十八大”召开前这段时间里，国家一直在调控房地产市场，形势改变发生在“十八大”以后。许家印称，此时国家进行深化改革、结构调整、转型升级，更注重提升增长质量。全面深化改革包括促进房地产市场平稳健康发展，政府做好廉租房、保障房的建设，市场层面的东西让市场去做。“我认为未来3~5年，甚至5~10年，房地产业将持续健康稳定发展。”许家印说。他分析，随着人均居住面积的增长，未来全国总需求会下降，但市场的优胜劣汰在加剧。恒大2014年仅占全国房地产住宅成交总额的2%，增长空间还很大。许家印预期，在房地产市场健康稳定发展的态势下，房地产成交量很快会放大。成交量放大后，对项目土地储备量的要求会更高。在许家印的讲话中，还特别提及4月10日出台的《国务院关于落实〈政府工作报告〉重点工作部门分工的意见》，许家印称：“在整个市场对这一文件蕴藏的重大利好还没做出反应的情况下，公司必须抢占大好的发展机遇。”

文章作者认为，恒大拿地的“内因”是其持续高速增长的“野心”。根据恒大董事局早前定下的目标，2017年公司要实现3000亿元销售额，2020年的目标是5000亿元，未来5年的复合增长率要维持在30%。至于2015年的销售目标，虽然恒大对外称是1500亿元，实际内部目标却是2000亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

文章中，《经济观察报》记者还援引了一些地产企业和第三方机构的看法。一名央企内部人士称，虽然今年以来政府出台的多项政策对楼市有利，但市场情况仍然不乐观。“市场会有短暂的回暖，但不会长久。公司仍然维持市场已告别大开发时代的看法，现在拿地特别谨慎，全年以去库存为主要任务。”对于恒大看好后市的理由，该人士表示不解：“我们并没有听到中央会有关于‘三旧’改造和保障房的新的利好政策出台。连我们都不知道，不可能有什么大动作。‘三旧’项目需要跟踪很长时间，短则3~5年，长则10年。即使旧改和保障房方面确实有利好政策，企业不可能，也不需要在短期内大上项目。”

作为行业龙头的万科，认为过去20年业务规模30%的复合增长难以为继。时任万科董秘在接受经济观察报采访时说，万科现在的市场占有率不到3%，而发达国家龙头企业的市场占有率多数在6%左右。“这个业务做到头，也就1倍左右的增长。”按此估算，万科在住宅业务上的天花板将是年销售额4000亿元左右。

多位香港国际投行人士对《经济观察报》介绍说，投资机构评判一家房企的拿地行为时，主要考虑拿地时机、市场环境、土地价格、公司本身土储数量等因素。如果该公司拿地时机好，买地价格低，就能形成正面预期，与后面强劲的销售增长联系在一起；但如果公司高负债、过度进取，机构则会担心风险加大。显然，突击拿地会使恒大地产本来就高企的负债率“雪上加霜”。

不过，2015年上半年，在土地市场上表现积极的也不只有恒大一家，还有碧桂园。从吴建斌先生所著的《我在碧桂园的1000天》一书中可知，那个时段，杨国强也正在部署大规模拿地。

（二）独家无理由退房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2015年4月15日，也就是许家印内部部署48天上100个项目的两天之后，恒大集团突然宣布召开新闻发布会。但发布会内容非常神秘，受邀记者概不知情，现场的背景板也被用红布蒙住。下午3点，恒大集团董事局副主席、总裁夏海钧亲自登场揭开幕布，并宣布自4月16日起，全国恒大所有楼盘开始实施“无理由退房”。

夏海钧表示：企业越大，责任越大，应承担更多社会义务和责任。恒大有义务也有能力实施无理由退房，以保障购房者的权益，促进房地产行业健康发展。至于恒大为什么有底气率先实施无理由退房，夏海钧称：一是因为恒大对产品品质有信心，恒大住宅虽然定位刚需，但普通住宅都按豪宅的环境和配套打造，而且全部精装修交楼；二是因为恒大成本控制能力强，标准化运营、材料统一配送等降低了成本，售价便宜，让老百姓感受到高性价比。

当然，恒大的无理由退房也是有限制条件的，退房时间必须在客户正式签订商品房预售合同之后、确认收楼之前，并且在此过程中不能有任何违约行为。也就是说，恒大的无理由退房只限期房，不包括现房。只交了定金没签预售合同是不能反悔的，交楼之后也不能退，有延期付款等违约行为也不行，这些限制规避了可能存在的恶意捣乱行为。此外，商业地产不在无理由退房范围之内。

对于恒大的无理由退房，中原地产市场研究总监张大伟表示，首先，对于中国商品房90%期房成交的市场现状来说，这的确解决了购房者对房屋质量的担忧。恒大作为全国标杆房企，这一行为值得提倡，后续预计也会有更多企业学习借鉴。其次，在目前这个市场周期低谷中，恒大提出无理由退房，也的确有利于营销去库存。最后，他认为在实际生活中购房者刻意退房的可能性非常小，因为即便退还购房全款，购房者仍将损失一些按揭贷款利息和税费。

恒大效仿电商实施无理由退房，很可能是在足球领域与淘宝合作后产生的灵感火花。在主流电商平台，普遍存在7天无理由退换货承

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

诺，保障了客户的基本权益。当然，买家还是要承担退货的运输成本的，货款也会在电商平台那里滞留几天。

在恒大突然发出大招之后，媒体的关注焦点转为其他大型房企的反应。如果都不效仿，恒大就将是全国独家实施无理由退房的开发商，这将成为恒大售楼的一个差异化亮点；如果其他开发商陆续效仿，恒大也算引领行业做了一件有利于消费者的好事。可以确定的是，小开发商是无力跟随的，如果大开发商纷纷跟进，必然会加快行业优胜劣汰，提升集中度。

随后数日，围绕恒大无理由退房，各方观点不一，有点赞的，有称之为营销噱头的，也有怀疑其根本无法落地实施的。还有某龙头房企地区分公司贴出标语调侃：“你无理由退房，我无退房理由。”最终，所有大型开发商观望之后，集体选择沉默，无一跟随。

大约一年后，恒大又召开了“无理由退房”一周年新闻发布会。会上公布，在销售取得大幅增长的同时，全国无理由退房比例为0.91%，约2000套。事实证明，无理由退房并非纯粹的忽悠，退房流程是切实走得通的，虽然网上有退房者反映，房款到账时间拖得比较久。

四、配股事故，单日暴跌27%

（一）配股箭在弦上

抓住机遇大发展，48天上100个项目，问题是，拿地所需的巨额资金从哪儿来？销售回款是肯定不够用的，多渠道最大限度地借债是必需的。但是如果资产负债表的净负债率过高，也会影响信用评级，增加融资成本，最佳策略应该是股债结合，先配股增发融资，立竿见影地降低净负债率，然后再大规模举债融资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2015年4月1日，碧桂园抢先增发股票引入中国平安旗下的平安人寿作为战略投资者，入股价格仅2.81港元／股，是前一交易日收盘价的九折。中国平安仅以63亿港元的代价，就获取了碧桂园9.9%的股权，成为第二大股东。投行认为碧桂园作为民营企业成功引入背景深厚的中国平安作为战略投资者属于长期利好，但小股东不以为然，本来碧桂园股价就很低残，再打九折引战投非常吃亏。几年后看，中国平安作为战略投资者，对碧桂园的发展帮助多大说不清楚，但这笔投资肯定是赚得盆满钵满。

或许，碧桂园引入战略投资者的行为启发了许家印，也有可能是恒大早有此意，4月份许家印全国巡回路演时，据说就有意引入某家大型央企保险公司作为战略投资者。市场传言，恒大地产有意增发配股，大部分配给战略投资者，再对普通机构投资者配售一部分，预料增发股份比例超过10%。对于上市公司来说，配股增发在降低负债率的同时也会稀释老股东的权益，因此往往趁牛市进行配股，因为募集同样数量的资金，配股的价格越高对老股东越有利。

随着恒大地产股价屡创新高，引战及配股的预期也越发高涨，但靴子迟迟没有落地。转眼进入5月，中建置地、华润置地、绿地香港、金地商置等多家内房股陆续实施配股筹资，涉及资本总额249亿港元。其中“不差钱”的央企华润置地的突然配股出人意料也最为成功。作为央企，华润置地股票的估值始终比较合理，增发4亿股，募资101亿港元，仅稀释了5.8%的股份，比民营企业碧桂园的折价配股划算太多。而且，华润置地的配股从资本市场上抽水超百亿，间接地挤占了竞争对手的融资空间，也引起了市场对地产商大面积配股的警觉。德银适时发布唱空报告，提示恒大地产配股集资的风险正在上升。由于配股往往会造成股价短线下跌，部分投资者选择获利了结回避风险，恒大地产的股价回撤到7港元附近徘徊。

（二）天灾人祸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

5月28日清晨，恒大地产终于公告停牌配股。通常，企业配股会选择某个交易日休市后的傍晚或晚上进行，这样无须停牌，第二天一早发布一个配股成功的公告就可以正常交易了，而恒大这次却奇怪地选择停牌一天进行配股。配股前线首先传出消息，恒大放弃了引入战略投资者，只拟向普通机构投资者配售7.476亿股，配股价格为6.22~6.36港元/股，较5月27日收市价6.91港元折让8%~10%。市场推测，或因中国平安入股碧桂园的价格过低，恒大拟引入的那家央企保险公司压价过狠，而许家印又不愿意贱卖股票，双方最终没有谈拢，还耽搁了时间。而华润置地的意外“截胡”配股抽走了百亿资金后，眼看配股的最佳时机就要过去，恒大终于下决心放弃引战，立即启动配股。

不幸的是，“事故”发生了！就在恒大地产停牌配股的这一天，A股崩盘了！已经接近5000点的上证指数当日暴跌了6.5%！香港恒生指数也跟随大跌2.3%。一时间，恒大地产的股票配不出去了，认购严重不足。毕竟，对于拟参加配股“抱大腿”的普通机构投资者来说，引入战投失败本就是个大利空，而A股当日暴跌更加动摇信心。如果市场从此牛转熊，买入恒大地产的股票很可能套利不成反被套牢。

许家印该怎么办？原本为把握房地产市场的重大机遇，已经设计好一套组合拳，左手抢在同行前面逆势拿地100块，右手引战投、配股、发债融资。这套组合拳打好了，兵马先行、粮草跟上，必将使恒大迎来新一轮大发展，实现规模一流的战略目标。然而现在，兵马已动，拿地100块如火如荼地进行中，“粮草”的第一环节就出了问题。怎么办？怎么办？怎么办？许家印当机立断，不惜代价也要配股融资至少6亿美元。最终，恒大与部分机构投资者达成协议，折价18%，即以5.67港元/股配售8.2亿股，募资46亿港元，摊薄股份5.25%。

倘若恒大地产的配股于5月27日晚上进行而非停牌一天，倘若5月28日A股不发生大跌，或许配股已经顺利完成了。然而造化弄人，“人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

祸”遇到“天灾”，继2008年恒大首次上市失败之后，命运又一次捉弄了许家印，难道真是天将降大任于斯人也?

（三）股价单日暴跌27%

2015年5月29日，是恒大股东的“黑色星期五”。恒大地产股价直接跳空16%低开，在汹涌的抛盘和空单压制下一路走低，最大跌幅高达28.5%，之后遇到巨大买盘承接才止跌。全天收盘5.05港元，跌幅26.9%，成交11亿股（不包括8.2亿股配股），创历史第二天量，超过香橼空袭那天，仅次于上市当天，成交额更是高达59亿港元。一些追涨买入、缺乏配股经验的新股东，瞬间被套牢，心情十分沮丧。某位颇具影响力的外资投行地产分析师也忍不住在投资者微信群里怒批许家印又一次“伤害了小股东”，“坑害了所有想帮他的人”，认为恒大“欠小股东一个说法”。

2015年5月29日，也是恒大地产的空头“扬眉吐气”的一天。自年初开始，这些空头就被多头穷追猛打、焦头烂额，有些已经止损出局甚至爆仓了。恒大地产这次意外的配股事故，对于这些嗜血的对冲基金，可不只是一棵救命稻草，而是咸鱼翻身、一举反败为胜的绝佳机会。不知道是有人牵头组织还是纯属巧合，5月29日一战，空头“陆海空”三军默契配合，立体打击，杀得多头落花流水，跌幅之巨大，战果之显赫，完全可以载入股票做空经典案例集。

空头准备的第一个武器当然是卖空的筹码。各大外资投行一大早就为客户准备了充足的筹码，供大家借货卖空。其实这一天，即便空头什么也不干，由于18%的超高折让配股，也会使股价于开盘不久就先跌个18%左右，但如果配合以巨量卖空压制，则会震慑试图抄底的多头，使股价下跌得更多。需要说明的是，按照规则，卖空的单子不允许直接砸买单成交，只能挂在“卖一”处等候被动成交。最终，当日实际卖空总量超过1亿股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

空头准备的第二个武器，是通过散布谣言来使想抄底搏反弹的旁观者望而却步，并在真相澄清前浑水摸鱼、伺机回补。上午，一篇题为《超低价配股失败，恒大地产股价狂泻21%》的文章被一些财经媒体迅速转载，文中明确指出，即使降低了配股价，但“配售昨日未获足额认购”，“配股失败”，“短期内恒大仍有机会重启配股事宜”。这其实就是赤裸裸地造谣！事实上，在折让18%后，恒大地产的配股已经足额完成，5月29日开盘前就已显示的8.2亿股成交其实就是先旧后新的配股。虽然一位亲自认购了恒大新股的机构投资者恼火地在微信群里辟谣，但大多数吃瓜群众仍然不明真相。如果配股真的失败并近期还将重启配股，那对现有股东来说，最明智的做法就是先抛出回避，待配股后再买回。

空头的第三个武器，就是负面揣摩恒大老板许家印的配股动机，离间恒大小股东。当天中午12:01，一名自称“不持有任何多、空头寸”的个人投资者先后在新浪博客、雪球上发表一篇题为《恒大地产大额分红＋配股背后的玄机解读》的文章，观点犀利，很快被微信群广泛转载，点击无数。该文作者认为，恒大先宣布慷慨分红60多亿元，继而又配股集资40多亿元，非常矛盾。如果缺钱，或者要降负债率，不分红或少分红就可以了。然后作者推理：由于许家印个人持有恒大地产约三分之二的股权，高额分红大多数都落进了许家印自己的口袋；而折价配股，许家印个人并不参与认购，股权被稀释，说明他并不认可恒大的价值。两相结合得出推论：许家印是“要尽可能从上市公司回笼更多的资金，转投其他个人的产业”；“高分红加配股，相当于变相减持，却不担大股东减持股份的骂名”。文章结尾，作者问读者：“面对这样一家公司，连大股东都开始抽身了，你还敢随便玩吗？”文章作者本人究竟是中立还是空头并不重要，重要的是，在这个节骨眼上抛出的“阴谋论”相当有市场，使很多中立者断了抄底的念头，摇摆的股东抛出了股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

5月30日，新华网记者采访了多位相关人士，对此次恒大配股事故引发的暴跌进行了复盘。一位投行人士称："此前恒大股价一路飙升，市场对其股份的需求比较大，对其配股并不惊讶且接受度较高。当日配股开始后，资本市场反应积极，短短几小时即获得数倍超额认购。"一位市场观察人士表示："但是，当天A股市场风云突变，沪指在冲击5000点大关未果后急转直下，收盘跌幅高达6.5%，创年内最大单日跌幅，更有527只个股跌停，恒大此时停牌配股，可谓始料不及、生不逢时。"一位知情人士更透露，箭在弦上的恒大当日唯有当机立断，以更大的17.95%的折让价配股，保证在大势冲击下获得足额认购。"恒大需要完成既定的配股计划，因为这是战略决策，配股能增强其资金实力，也能降低负债水平及利息成本，提升盈利能力。"一位分析师认为："国际做空机构'趁火打劫'了恒大，扮演了重要角色。今年以来，一直押注恒大股价下跌的做空机构被深度套牢，此次两地股市深度下挫，恒大又不得不高折让配股，为做空机构提供了难得一遇的解套机会，因此全力做空恒大。"

五、狂揽超五星大项目

（一）560亿元鲸吞港商大项目

后来的2015年年报显示，恒大地产全年新增土地82幅，新增土地储备建筑面积3485万平方米，耗资713亿元，平均楼面价2045元／平方米。713亿元中的75%投向了一二线城市的51个项目，使得恒大地产的土地储备在一二三四线城市间分布更加均衡。

如此看来，2015年4、5月份号称要48天上100个项目的恒大，实际上并没有完成这个数量目标。不过，年报里反映的项目其实只是控股50%以上的并表项目，未必全面。实际操作中，不少开发商并不会在达成并购意向的第一时间就把项目并表，而是会先收购少数股权，在约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

定的时间比如拿到预售证甚至临近交楼时再完成后续股权交接及并表。这样做的好处一是可以通过分期付款缓解资金压力，二是减轻对合并资产负债表净负债率的压力。2016年，恒大报表新增土地213幅，其中或有部分在2015年就已谈妥。

2015年前5个月，恒大地产主要收购内地中小开发商的项目，但从6月起至12月底，恒大地产则像开挂了一样，接连收购了中渝置地、信和置业、华人置业、新世界发展、周大福等港资地产商在北京、上海、重庆、成都、武汉、青岛、海口、贵阳和惠州的十几个超五星大项目以及一栋香港甲级写字楼。这批项目合计对价高达560亿元人民币，创下了中国地产行业并购史的多项纪录，具体包括以下项目。

（1）6月2日，恒大地产以55亿元人民币收购中渝置地重庆资产包。该资产包主要包括位于重庆市渝北区心脏地带的几个综合体项目（后更名为重庆恒大中渝广场、重庆恒大中央广场等），总建筑面积342万平方米，其中包括233万平方米的在建及待开发物业、49万平方米的已竣工未售物业等。付款方式为10%定金、9个月内分期付清。

（2）10月26日，恒大地产以70亿港元收购信和置业、华人置业、中渝置地合资拥有的重庆江北项目，后命名为重庆恒大御龙天峰。该项目位于重庆市江北区，邻近观音桥商业中心，依江而建，与重庆市政府隔江相望，地段绝佳。项目总建筑面积138万平方米，在建及待建部分包括85万平方米住宅，10万平方米公寓、商业及写字楼，35万平方米地下车库等。付款方式为定金及首付15%、两年内分期付清。

（3）11月12日，恒大地产以125亿港元收购华人置业香港甲级写字楼，刷新了香港整栋写字楼成交价记录。该栋写字楼原名美国万通大厦，位于香港金钟、湾仔和会展中心之间核心区域，毗邻维多利亚港湾，是幻彩咏香江参与大厦之一，从尖沙咀隔江而望十分醒目。后来于2016年12月1日，该大厦更名为中国恒大中心。付款方式为10%定金、30%首付，其余60%分6年分期支付，每年10%。此外，华人置业还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

须为恒大地产提供17.35亿港元的贷款，用于清偿该写字楼的银团贷款及其利息。

（4）12月2日，恒大地产以135亿元人民币收购新世界发展海口、武汉、惠州项目。三个项目后来分别更名为海口恒大美丽沙、武汉恒大常青花园、惠阳恒大棕榈岛。其中，86亿元收购的海口项目位于海口成熟豪宅区，坐拥一线海景，总建筑面积200万平方米，其中待开发152万平方米。资产包的付款方式皆为首付20%，余款两年内分期付清。

（5）12月29日，恒大地产以73亿元人民币收购新世界发展成都和贵阳项目，后来分别更名为成都恒大天府半岛和贵阳恒大金阳新世界。这两个项目的收购楼面价仅为周边一手地价的50%~60%，但付款方式比较严格，皆为定金20%，余款正式签约时一次付清。

（6）12月29日，恒大地产以131亿元人民币收购周大福北京、上海、青岛项目。其中以76亿元收购的北京丽来花园项目是位于北京中央别墅区的顶级豪宅项目，业态包括独栋别墅、高端会所、集中商业等，并包含一座已成熟运营的高尔夫球场，其中未售物业折合楼面地价22 400元，比周边普通住宅地价低一半。该项目定金2亿元，首付20亿元，剩余54亿元两年分期付款，后来更名为北京恒大丽宫。上海和青岛项目后来分别更名为青浦恒大御兰庭和青岛恒大金沙滩，付款方式分别为两年分期和一次付清。

上述项目中，除了位于香港的甲级写字楼日后作为恒大香港总部外，其余皆为内地核心城市及其周边的优质大项目。按照恒大以往的拿地标准，五星项目已经是顶级了，经常会拿一些四星甚至三星项目，而这批项目被许家印称为超五星项目，显著提升了恒大土地储备的整体质量。

（二）首付只花了100多亿元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为什么是恒大接手这批优质项目呢？因为无论是新世界发展及周大福老板郑裕彤，还是华人置业老板刘銮雄、中渝置地老板张松桥，都是许家印的老朋友，几人早在2008年恒大地产上市未果遇到流动性危机时就曾出手相助，可谓恒大地产发展史上的贵人。

为什么这些香港地产商不自己继续开发这些项目，而要选择转让恒大呢？是因为他们不看好这些项目的前景吗？也不是，主要有两个原因：一是他们自己开发相对成本高、周转非常慢；二是当时人民币正转入贬值周期，对于以港元为本位币的港商来说，与其持有的人民币资产每天都在贬值，还不如一次性套现。而恒大恰好具有开发成本低、项目周转快的自身优势，又对销售规模增长有诉求，而且作为以人民币为本位币的内地企业，人民币暂时的贬值对其影响不大。

在成交价格上，虽然比周边一手土地成交价低10%~50%，但如果算上需要补缴的土地增值税，大部分项目便宜得并不多，小部分项目优惠力度较大。在付款方式上，由于许家印手头一向不宽裕，几位老板还是对恒大照顾有加的。大部分项目直接可以两年分期付款，如果恒大开发速度较快，完全可以用项目销售回款来支付收购对价。其中，向郑裕彤家族收购的成都、贵阳、青岛3个项目，虽然名义上采用一次性付全款的方式，合计93亿元人民币，但其实恒大并不需要立刻支付现金。因为，在签署项目收购协议的同日，恒大地产还定向发售了15亿美元的永续债给郑裕彤旗下公司，年利率为9%。这笔永续债所得款项不但可以付清3个项目的全款，还多出一些用来支付其他项目的首付款。至于那栋从华人置业收购来的香港写字楼，由于不可售，则采用长达6年的分期付款，如果考虑分期付款、租金收入的折现，就没有名义上的125亿港元那么贵了。3年后，这栋写字楼已经升值了50%以上，恒大还用它来申请了一笔抵押贷款，这是后话。

将这些项目打包来看，虽然总价高达560亿元人民币，但截至2015年底恒大需要支付的款项只有200多亿元，其中又通过永续债融资了15

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亿元美元，恒大年内实际付出的现金仅100多亿元。

综上所述，恒大地产与港商的一系列交易，可谓各取所需、各尽所长、两全其美。即便对于当地政府来说，项目加快开发建设也比闲在那里晒太阳要好得多。如果要说有什么负面影响，那就是恒大地产财务报表更加“恶化”了。

（三）突然冒出的深圳旧改项目群

2015年9月下旬，恒大集团投资者关系部专门召集各大投行的地产分析师进行了一次路演，重点介绍恒大在深圳获得的13个旧改项目。在资本市场印象中，恒大地产长期耕耘二三四线城市，在北京、上海、广州的项目主要是2013年以后借助永续债拿的十几块地，其中半数还是限价的北京自住型商品房项目。而在深圳，恒大的土地储备列表中就只有2011年收购的蔡屋围建设集团大院旧改项目和2013年收购的深圳恒大国香山项目。

这次路演，出乎分析师的预料，恒大已经悄无声息地成为深圳隐形大地主。由于2015年前9个月深圳房价快速上涨，较一年前接近翻倍，所以恒大这个时候展示深圳旧改项目，颇有“秀肌肉”的意味，试图让资本市场相信，恒大地产真的已经不是三四线开发商了。其实，早在2013年底深圳恒大国香山项目入市时，售楼员就向来访的意向购房者例行介绍：恒大集团已经收购了国香地产，获得了后者在深圳的7个旧改项目，分布于罗湖、福田、南山、龙岗各区，位置相当不错，总可售建筑面积达三四百万平方米。

参加路演的麦格理银行分析师很快据此更新了研究报告，将恒大从“沽售”名单里剔除，维持“跑输大市”评级，目标价调高21%至2.81港元，相当于总市值330亿元人民币。该报告称：“在考察恒大地产深圳13个项目后，以每平方米平均售价4.2万元计，可售资源为2410

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亿元人民币。上述项目之利润可观，若全数售出可令每股净资产价值（NAV）提升3.9港元。若每年推出一到两个项目，预计2016年和2017年预计可贡献60亿元及120亿元销售额。报告上调2015年和2016年两年的合约销售额预测至1840亿元及2000亿元。”不过，这份报告让一些读者摸不着头脑，每年预计销售2000亿元的公司市值仅有330亿元？单这些深圳项目就使每股NAV提升3.9港元/股，整个恒大地产的目标价才2.81港元/股？个中缘由，只有分析师本人能解释清楚吧。

随后一年多，恒大在深圳的旧改项目储备快速增加。到2016年底，恒大在深圳的项目总数增加到32个，总货值约6000亿元。其中7个项目是位于惠州和东莞境内紧邻深圳的区域，目标客户定位为深圳人，其余项目都是分布在深圳市内各区的旧改项目。由于这些城市更新项目拆迁需要较长时间，大部分还未取得土地证，暂未出现在财报土地储备清单中。与北京、上海等城市旧改由政府主导，拆迁完成后才招拍挂不同，深圳是由开发商主导城市更新项目，政府起协助作用。开发商和城中村代表签好旧改协议后，以后这个项目基本就由这家开发商负责开发了，但在拆迁完成后要向深圳市政府补交土地出让金和相关税费，取得土地证。不过，由于涉及拆迁，深圳旧改项目普遍进展缓慢，有些项目一拖就是十年八年。

六、股灾中重启恒大式回购

（一）暴力回购抗股灾

2015年A股的股灾，与2008年的股灾类似，疯牛之后，满地狼藉。沪指从2000点附近涨到5178点用了将近1年时间，而从5178点跌回2850点竟然才花了不到3个月。2008年的股灾，人们印象最深的是“美国次贷危机”“全球金融风暴”；而2015年的股灾，关键词则是“杠杆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

牛”“场外配资”“千股跌停”“千股停牌”“爆仓清盘”“国家队救市”……

恒大地产的股价，乘着牛市的东风从3港元最高涨到8.40港元，正常回调后遇到天灾人祸，发生配股事故，单日暴跌27%。之后多空胶着、震荡徘徊，分红除权后，到6月30日收盘4.63港元，相当于复权价5.17港元，较年初还是有65%的涨幅。7月初，由于A股连续千股跌停引发的恐慌，恒大地产的股价再次发生了瀑布式下跌：7月2日跌2.6%收4.51港元，7月3日跌3.8%收4.34港元，周末休市两天后，7月6日跌5.1%收4.12港元，7月7日跌8.7%收3.74港元……

价值，在股灾中完全失效。少数顶风买单根本抵挡不住恐慌抛盘，没有涨跌停板限制的股价呈现加速下跌的态势，考验着、煎熬着所有仍在坚守的恒大地产小股东。7月8日，一开盘，这种考验和煎熬就达到了极致，5分钟不到，股价飞流直下，瞬间低至3.04港元，最大跌幅高达19.5%！这个价格相当于复权股价3.59港元，较年初涨幅收窄至14%。很有可能，这个瞬间的暴跌是因为一些上了杠杆的多头账户被强平了，甚至引发了连环爆仓。如果你在暴跌中心理崩溃了、缴械投降了、卖出股票不看了，起码本钱还会剩一些。但如果加了较大的杠杆，遇到这种突如其来的股灾，强平只在一瞬间，然后，就没有然后了。

对于其他人，还有然后。7月8日9时50分，开盘20分钟左右，恒大地产股价突然旱地拔葱，迅速翻红到3.90港元。回落调整后，午盘前后，再度暴起，从3.50港元一口气拉到4.47港元，盘中最大涨幅19.8%！最终收盘3.85港元，涨2.9%，全天成交6.52亿股。谁买的？不是救世主，不是“国家队”，而是恒大地产自己回购的！盘后公告，恒大全天斥资14.75亿港元，回购了3.74亿股，占当天成交量的57.4%，平均回购价格3.94港元／股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在A股动辄千股跌停的股灾里，市场丧失了流动性，很多股票想卖都卖不出去，开盘就跌停，一些加了杠杆的融资账户市值连日缩水，快速逼近平仓线却无计可施。为避免连环爆仓引发不可收拾的金融危机，央行、证监会等部门于7月初出手救市，证金公司等“国家队”进场大量买入蓝筹股，为市场注入流动性。而在市场化的香港市场，没有神仙、皇帝、救世主，只有上市公司自己回购。7月8日，恒大地产的暴力回购自救，在这次股市救灾中起到了良好的示范作用，也令市场信心为之一振。7月9日，沪指惯性下冲后上演大逆转，单日反弹5.76%，恒生指数也跟随大涨3.73%。7月10日，沪指再涨4.54%，整个市场终于得到了暂时的喘息。

（二）新版狐假虎威

恒大的行事风格，一向是要么不做，做则轰轰烈烈，大开大合。前文说过，“恒大式回购”从不小打小闹、和风细雨，而是“不计成本”，每天顶格回购到当天的最高限价，连续若干天像推土机一样突突突地把股价往上推。看到恒大重启回购，一些聪明的投机者也顾不得股灾了，果断涌入抢筹。他们计划在恒大回购的早期介入，每天计算着剩余回购额度，在额度快用尽时获利离场。恒大本轮最多能回购多少股呢？按照股东大会对董事会的授权，最多可以回购总股本的10%，即16亿股左右。

值得一提的是，这轮回购的操盘手很有创意。7月15日盘中，回购席位忽然在4.55港元的当日最高回购限价上，直接摆上了2.1亿股的天量买单！要知道，恒大地产平常每天的成交量不过几千万股，实时买卖十档挂盘合计也就几百万股，你摆个2.1亿股的超级大单是想吓唬谁呢？当然是吓唬空头啦，你来砸我呀，砸多少，我照单全收！出乎市场意料的是，空头直到收盘都近不了回购大单的身，因为无数狐假虎威的投机者，踊跃挡在大单上面“截杀”卖单。当天收盘后，有恒大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小股东给回购操盘手送上绰号——“两亿哥”。雪球上有人还编排了新版狐假虎威的段子，把回购操盘手称为“老虎”，把空头称为“狼”，把挡在老虎前面截杀的投机买家称为“狐狸”，长线小股东则自称“狗”。

次日开盘不久，“两亿哥”变本加厉，在4.59港元的价位直接摆上6亿股，然后就“出去喝茶”了。6亿股啊，一共是200个单，每单300万股，总资金接近30亿港元。闭上眼睛想象一下，一张很大的桌子上有200沓钱，每沓1.5米高，每张都是面值1000元的港钞…… “狐狸”见状倍受鼓舞，纷纷抢在“老虎”前面与“狼群”肉搏。待双方消耗得差不多后，“老虎”又把椅子向上挪了6格，到4.65港元坐下，并增兵到6.5亿股。之后，又上移到当日回购最高限价4.69港元落座。“两亿哥”的这种回购打法，已经不是为了稳住股价或者低价吸筹，而完全是不计成本地推高股价，反击空头。更绝的是，下午开盘后，“老虎”把6亿多股买单一下子全撤了，“狼群”一看“老虎”走了，立马发狂反扑，直接打回4.59港元。不过“狐狸”并不相信“老虎”会一走了之，继续在4.60港元一带阻击“群狼”。果然，不久之后“老虎”午睡醒来，直接又把6.5亿股摆在4.69港元处。后来，“老虎”故技重施，“狼群”再不敢造次，全天4.69港元收盘。

最终，这轮回购一直延续到7月31日，因进入静默期而中止，累计回购11.5亿股，耗资54.7亿港元，平均回购价格4.76港元，将股价最高推升到了5.50港元，7月底收盘5.13港元。如果算上每股0.54港元的现金分红，即使是5月28日以5.67港元参与配股的机构，也可以全身而退了。静默期是因为港交所有规定，在年报和中报发布前一个月是不可以回购的。一个月后的8月31日，恒大地产披露了中期业绩。

如果说在5.28的配股事故中，许家印欠了小股东一个说法，那么7月8日开始的这轮回购，许家印还了小股东一个说法。回购期间，许家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

印间接通过媒体发声："恒大坚决不让小股民失望，一定要对得起他们！"说到做到，掷地有声。

而且，为了防止回购结束后空头过分反扑，恒大还特意在这轮回购结束前几天，发布公告称将召集特别股东大会，重新授权10%的回购额度。此举意在警告空头：第一，静默期，你不要乱来，小心我静默期结束后重启回购；第二，别以为我今年的回购额度快用完了就"没子弹了"，我可以重新换个新弹夹继续扫射你。"老虎"离山出差，临走还留下虎皮给"狗"和"狐狸"做大旗震慑"群狼"，可谓用心良苦。

7月24日，中信证券发表题为《大圣归来》的研报，维持9.81港元／股的目标价。报告强调了自恒大配股事故以来，销售额大幅增长、国内低成本发债200亿元等亮点，并为恒大地产的回购行为点赞。报告还预测恒大全年将完成1900亿元左右的合约销售，大幅超额完成1500亿元的年度目标；超预期的销售回款将全面改善各项指标；公司的真实盈利水平也将持续超越市场预期，报告预测恒大地产2015、2016、2017年的每股核心净利润分别为0.65、0.91、1.59元人民币。

而7月29日，高盛发表的报告则维持恒大地产的沽售评级，目标价降为4.6港元／股。但报告的内容令人一头雾水，下调目标价的理由居然是配售8.2亿股新股导致每股NAV被摊薄！难道这位高盛分析师不知道恒大地产每天都在回购股份增厚每股NAV吗？不知道累计回购的股数已超过配售股数了吗？

（三）最幸福的小股东和管理层

整个2015年，对大多数A股、港股投资者来说，是乐极生悲的一年，坐了把过山车，累计还亏损了；而恒大地产的长线小股东，则大难不死、后福不浅。恒大地产的股价从年初的3.14港元到5月初的8.40

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

港元，再到7月8日的3.04港元，最后年末报收6.82港元，翻倍不止，中间还享受了一次高达0.54港元／股的派息，而且红利到账时恰逢股灾低点，如果立即分红再投资，回报将更加丰厚。

不过，2015年下半年恒大地产股价的强势，完全是公司主动回购出来的。7月股灾中第一轮回购之后，空头并未善罢甘休。8月下旬，反弹后的沪指二度大跌，7个交易日就跌去27%，然后低位徘徊。恒大地产的股价也在空头打压下于8月下旬和9月底两度下探至4.35港元一带。于是，“恒大式回购”又回来了。先是10月20日至11月16日，恒大斥资36亿港元，连续回购了5.85亿股，平均回购价格6.15港元，将股价从5.13港元一路推高到6.50港元。暂停一个月后股价回落到5.65港元，恒大又从12月17日到次年1月8日，斥资20.5亿港元回购3.15亿股，平均回购价6.51港元，把股价再次推上6.80港元。

其实，后面两次回购，也有帮助管理层以较好价格行权兑现股票期权的目的。前文提到过，恒大地产上市前后的两次股权激励，各自的第一批分别于2015年11月5日和2015年12月31日到期，过期不行权就作废。许家印2015年的三轮回购，不但对得起小股东，也对得起这些肱骨老臣，包括时任CFO谢惠华先生在内的高管都是在回购期间行权兑现的。不过，但凡管理层行权，都会被港交所和相关媒体披露为“×××减持好仓多少股，套现多少万元”，使不明真相的群众产生误解。

七、恒大到底差钱不差钱

（一）从很差钱到不差钱之谜

2015年，本应是多头灰头土脸、空头扬眉吐气的一年，然而在恒大地产这只股票上，输赢却截然相反。霸气的许家印，豪情万丈，一掷千金，不按常理出牌，把空头打得晕头转向。尽管配股事故提供了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不错的反扑机会，但全年算下来，大多数做空者还是铩羽而归。让空头百思不得其解的是，这家上半年还高息发美元债、大折扣配股、貌似很差钱的房地产企业，下半年怎么就突然不差钱了，居然能拿得出100多亿港元回购那么多股份？而且谁都知道，回购会消耗现金、减少账面净资产，使本已高企的净负债率雪上加霜。

在2015年8月31日举行的恒大地产中期业绩发布会上，有分析师把这个问题抛给了许家印。许家印轻描淡写地回答说：“我们手握800多亿元现金（截至6月底），拿几十亿回购不算什么。”许家印还强调，回购的关键原因是管理层认为恒大的价值远不止3港元、4港元、5港元，被严重低估了，回购是因为我们有信心。言外之意，自家股票实在太便宜了，回购太划算了，比拿地开发盖房子还划算，股灾里捡钱的机会也不是经常有的。

再算一笔账：5月份恒大地产以5.67港元／股的价格增发了8.2亿股，募集46.5亿港元；下半年恒大三轮回购总共斥资111.2亿港元回购并注销了20.5亿股，平均回购成本5.42港元／股，略低于配股价格。忽略派息影响，一来一回，两相抵销，相当于恒大以64.7亿港元的代价净回购注销了12.3亿股，大约浓缩了恒大地产总股本的9%，平均回购成本5.26港元／股。

至于为什么上半年还很差钱的恒大、下半年突然就有钱了，主要原因有3个：一是销售火爆，回款大幅增加；二是国内低息大举发债；三是大项目买地广泛采用了永续债、分期付款和合作拿地。

首先，2015年中开始，正如许家印所料，国内房地产市场明显复苏，深圳房价率先领涨，当年翻倍，一二线城市房价普涨。全年全国商品房零售总额高达8.7万亿元，刷新历史新高，比上一年同比增长14.4%。而从2013年中就着手布局一二线城市的恒大地产，到2015年已经有多个一二线项目开盘入市，货源充足。5月，单月销售167亿元，打破了公司历史纪录，6月将这一记录大幅提升到248亿元，10月和12

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

月又以258亿元和289亿元两度刷新记录。全年，恒大地产劲销2013.4亿元，同比增长53%，远超行业平均值，追近了同比增长22%的万科，赶超了分别同比增长13%和28%的保利地产和中海地产，并从此将后两者甩在身后。2000亿元的销售额，自然会带来1500亿元以上的销售回款，这是丰沛的账面现金最大来源。

其次，2015年是国内放开房地产企业再融资的一年，很多地产企业都趁机发行了公司债，恒大更是首当其冲。5月份，恒大不惜代价折价配股既是战略拿地100块的需要，也有助于随后的国内发债。虽然配股本身只募集到46亿港元，但对于账面净资产只有500多亿元的恒大来说，对控制负债率、获得国内发债的AAA评级还是有帮助的。6月18日，恒大地产50亿元人民币的境内公募公司债获超额认购，发行利率仅为5.38%。7月7日，第二批150亿元境内公募公司债成功发行，利率为5.30%。10月15日，第三批200亿元境内私募公司债顺利发行，利率约为7.5%。400亿元长期相对低成本公司债的发行，令恒大地产的可支配自由现金显著增加。顺便说明一下：国内企业发行公募公司债，必须经证监会审批，额度不能超过净资产的40%。但私募公司债不用证监会审批，交易所同意即可，理论上可以无限发，只要有机构愿意买。当然，发债越多，相应的利率也会越高。有消息人士评价称：“私募公司债一次发行200亿元，真是厉害！以前只有AAA级央企可以想想，恒大居然做到了，确实值得赞！不过，现在的时机也很好，流动性宽裕，各机构的资产配置需求强劲，天时地利人和！”

最后，虽然2015年恒大加大力度收购一二线城市优质项目，但在土地款支付上较多地采用分期付款及永续债。截至2015年底，永续债余额已经升至757亿元。

综上所述，2015年的恒大，充分利用国内流动性充裕的机会窗口顶格融资，充分利用房地产市场回暖销售回款，充分抓住同行犹豫不决的时间窗口超前低价补充优质土地，三者结合，为恒大之后的持续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

跨越式发展奠定了坚实基础。当然，最为划算的一笔生意，还是充分利用股灾回购自家股票。

2015年8月底，恒大地产中期业绩发布会之后，花旗银行由空方阵营转投多方阵营，其报告中提及了恒大土地储备的优化、融资成本的下降以及销售的强劲等变化，因基本面改善而将评级由沽售升为买入，目标价从3.48港元／股升为6.20港元／股。外资投行中，此前唯一唱多的新加坡大华继显则维持7.10港元／股的目标价。中资机构申万宏源给出的目标价是4.36港元／股，报告里虽然提到了销售强劲等利好，但是无一例外地都在利好后面加上一个“但是”，并推导出前景不好的结论。高盛则绝口不提销售强劲、土地优化、降息受益，只谈多元亏损，预言资产质量将下降，目标价4.50港元／股。

2016年1月4日，恒大地产在例行发布的月度销售简报中，例外披露了一个数字——截至2015年底，恒大地产账面现金余额1580亿元。而一年前，这个数字还不到600亿元。

（二）举债并购是对是错？

尽管2015年底恒大地产账面现金余额较一年前增长近千亿元，但大家都知道，这些钱主要是借来的。后来得知，2015年全年的净经营现金流是负237亿元，上市以后就没正过。2016年1月12日，恒大地产又成功发行了一笔3年期的7亿美元优先票据，平均利率为7.9%。这个利率在恒大地产美元债历史上算是相当低的，但是在当时人民币贬值的大背景下，又加重了市场的担忧。如果人民币长期持续贬值，意味着这笔债除了利息成本，还要多支付不菲的本金汇率差价。

2016年2月，德银不失时机地发布报告指出：虽然恒大去年下半年国内发债筹得400亿元，票息为6.7%，明显低于去年上半年9.9%的平均借贷成本，但是公司花费了710亿港元从新世界发展、中渝置地、信和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

置业及华人置业收购多个项目，加上回购股份及非核心业务，公司并未通过债务融资节省利息费用。过去两个月公司发行票息达9%的永久债及7.9%的美元债，令总利息开支进一步上升。简言之，就是虽然借款利率下降，但利息开支总额增加。该行认为过高的杠杆率会损害盈利能力，故维持“沽售”评级，目标价由2.4港元／股降至2.12港元／股。这一目标价意味着，2015年合约销售额超2000亿人民币、2016年有望挑战万科行业老大位置的恒大地产，只值区区300亿港元！

中金也发表题为《近期激进扩张使恒大地产现金流承压》的报告，认为从周大福等企业收购资产给恒大地产的现金流和债务带来了不确定性，是又一个激进之举，维持卖出评级，目标价下调3%至3.86港元／股。具体到项目，该行分析师认为北京与上海项目均位于城郊，而贵阳与青岛则都有供应过剩问题。此外，此前支持恒大的花旗也对恒大重回举债扩张模式表示不满，将此前一度上调至7.80港元／股的目标价下调至7.00港元／股。

2016年4月，评级机构惠誉国际把恒大地产的信用评级由“BB-”下调至“B+”，且前景展望为“负面”，意味着还有可能继续下调。惠誉指出，恒大的杠杆持续高企，面对房地产和信贷市场的潜在逆境，其金融灵活性有限。如果集团以2015年的速度扩张，将进一步增加杠杆，而且集团如果为了满足现金需求而加快销售，将导致其毛利率受压。

同期，评级机构标普也宣布将恒大地产的长期企业信用评级从“B+”调至“B-”。同时，标普还将恒大地产优先无抵押票据的长期债务评级从“B”调至“CCC+”。标普的逻辑链条是：虽然中国房地产市场近期销售很红火，但这是由政府信贷宽松导致的。这种复苏是很脆弱的，因为政府不可能长期信贷宽松。一旦信贷由松转紧，地产商的日子就会不好过。谁的日子最不好过？恒大、绿地、碧桂园等举债拿地最积极的开发商将最不好过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不过，也有个别媒体看好这一系列交易。《东地产财经周刊》记者援引业内人士评论道："恒大收购动作可谓势如破竹，且能够频频以低成本和优厚的付款条件吞下多个优质项目，不仅反映了恒大在房地产主业方面的强劲势头，也折射出其强大实力与品牌影响力。更为令人侧目的是其成熟的资产并购策略和高超的资金运作技巧。此外，作为唯一在香港拥有独栋写字楼的民营企业，将极大提升其品牌的国际影响力。"另外，辉立证券分析师则认为："交易资产质量优良，付款方式对于运营能力强的恒大具有优势。恒大可以凭借自身高周转模式的优势，利用项目现金流来支付剩余款项，保证较高的项目收益率。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第六章　20周年问鼎行业冠军

一、20周年庆，世界五百强

（一）20周年庆典

2016年6月26日，是恒大集团成立20周年的纪念日。集团董事局主席许家印在庆典上自豪地宣布：“经过20年的高速发展，恒大集团已成为集地产、金融、互联网、健康、旅游、文化、体育及农牧于一体的现代化企业集团。公司总资产超过7500亿元，销售规模达3000亿元，员工86000人，在全国180多个城市拥有500多个地产项目，解决就业130多万人，平均每天为国家纳税一个多亿元。”

许家印简要回顾了恒大20年发展史中几个关键节点：“20年前的今天，恒大在广州注册成立。我们从零开始，七八个人，挤在一间不到100平方米的农房里办公。当时，广州已经有2000多家房地产企业，又赶上亚洲金融风暴，面对这样的艰难困境，我们迎难而上，开始了规模取胜的发展战略，即‘艰苦创业、高速发展’的第1个三年计划，同时确立了‘艰苦创业、努力拼搏、无私奉献、开拓进取’的恒大企业精神，‘精心策划、狠抓落实、办事高效’的恒大工作作风，‘质量树品牌、诚信立伟业’的恒大企业宗旨。我们开发的第一个楼盘是金碧花园，我们没有钱买地，是从银行贷款500万元付了土地定金，首期我们没有钱开工建设，是靠施工企业垫资达到了预售条件。我们为了公司的起步发展，以2800元／平方米的亏本价开盘，开盘当天两个小时抢购一空，实现销售额8000多万元，获得了非常宝贵的第一桶金。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“经过10年的快速发展，到2006年，恒大已跻身中国房地产20强。我们审时度势，实施了‘规模＋品牌’的发展战略，并且开始实施‘拓展全国、迈向国际’的第4个三年计划。当时恒大开始从广州向全国拓展，为了确保产品品质、控制成本，满足快速发展的需要，我们在管理方面确立了‘紧密型集团化管理模式’，在运营方面采取了‘统一规划、统一招标、统一采购、统一配送的标准化运营模式’，在产品定位方面确立了‘以精装修交楼的民生地产战略’。2009年11月5日，恒大在香港成功上市。目前，恒大已进入‘多元＋规模＋品牌’的发展战略阶段，并正在实施‘夯实基础、多元发展’的第7个三年计划。”

8分钟讲话的最后，许家印感慨道：“作为一家民营企业，恒大20年所取得的成就，无不得益于党的改革开放政策和全社会的支持！在这里，我们要特别感谢党！感谢国家！感谢这个伟大的时代！饮水思源，回报社会，这是作为一家民营企业应尽的社会责任，我们将一如既往地积极投身慈善事业。恒大的辉煌与荣耀，离不开恒大全体员工的努力拼搏。多年来，为了公司，你们亏欠家庭，常年无休。工作中，不知道你们承受了多少压力、付出了多少艰辛，是你们用无数的心血和汗水，才换来了恒大的今天。谢谢你们！谢谢你们的家人！恒大将开启新的征程！我坚信，在社会各界的支持下，通过恒大集团全体员工齐心协力地努力奋斗，恒大的明天一定会更好！”

由于恒大多元化业务已经广泛布局，作为控股公司的香港上市公司再叫“恒大地产”已经不合适了。毕竟，“恒大地产（HK.3333）”除了地产主业外，还拥有100%的旅游、文化及农牧业务股权、50%的恒大人寿股权、100%的恒大金服股权、75%的恒大健康股权、55%的恒腾网络股权和60%的恒大淘宝足球俱乐部股权。于是在20周年庆典的10天前，即2016年6月16日，恒大地产（HK.3333）就已发布公告，公司名称由“恒大地产集团有限公司”变更为“中国恒大集团”。其实，上市公司更名“去地产化”已经酝酿两年了。早在2014

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年中期业绩会上，笔者就曾建议“恒大地产”更名“恒大集团”，许家印还当场夸赞我“太有才了”，因为和他想到一块儿了。当时许家印就表示，不但要更名，还要冠名“中国”，但这需要通过政府有关部门审批，那时已经不是谁都可以冠名“中国”了。如今，正值公司成立20周年之际，“中国恒大集团”终于闪亮登场，也可谓恰逢其时。

需要说明的是，本书在谈及恒大集团在香港的上市公司（HK.3333）时，凡是在2016年6月之前，都称“恒大地产”；凡是在2016年6月之后，都称“中国恒大”。

（二）德银的“寿礼”

2016年5月24日，恒大集团成立20周年庆典前1个月，收到了一份来自德意志银行的研究报告——进一步下调恒大地产目标价至1.97港元／股，刷新了恒大上市以来投行给出的最低目标价纪录！此目标价对应市值仅270亿港元！多空双方的投资者都不禁好奇，这么低的目标价，德银是怎么“做到”的？

首先，德银在报告中预测，恒大地产2016—2018年营业收入分别为1606亿元、1889亿元、2205亿元人民币，毛利率在27%左右，税前利润依次为210亿元、220亿元、262亿元，扣除非经常性损益、所得税和土地增值税后的核心净利润总额为68亿元、71亿元、119亿元。但是，由于永续债持有人和少数股东要分走83亿元、87亿元和135亿元，所以未来3年对应的账面税后归股东核心净利润依次为-16亿元、-16亿元、-16亿元，即连亏3年，每年亏16亿元人民币。也就是说，德银预测2016年至2018年，恒大地产要持续倒贴着给政府、银行、永续债持有人及少数股东打工。如果这份预测成真，市值再低都没毛病。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其次，德银在报告中援引了Bloomberg的数据，截至2016年5月18日，恒大地产的累计卖空余额是6.17亿美元（作者注：约合8.8亿股，扣除许家印持股，占35亿股流通股的25%）。德银认为，这个余额虽然看起来规模不小，但相比历史峰值已经下降60%。德银分析说，过去一段时间持续的卖空净回补对股价有帮助，但这种帮助即将消退，因为目前的累计卖空比率已经降至2013年3月以来的最低点。

最后，德银认为恒大地产2015年股价领涨内房股全凭回购，而回购损耗了现金、增加了净负债率、损害了股东净资产价值（NAV）。德银在报告中明示，为满足公众最低持股比例要求（通常为25%），2016年恒大地产的回购空间已经不大了。

多年来，国际投行唱空恒大司空见惯，但如德银这般“赤裸裸”地在报告提要中用过半的篇幅分析卖空余额与回购空间，直接暗示投资者可以做空，还是非常罕见的。耐人寻味的是，报告发布时的德银，自身正处于破产危机中，“泥菩萨过河——自身难保”，为何还要坚持不懈、变本加厉地唱空恒大地产呢？或许与本书第二章第六节介绍过的德银与恒大之间的历史恩怨有关。

说起这位时任德银首席地产分析师，早年曾经连续多年获评香港最佳地产分析师，其他同行无不为其马首是瞻，不过后来这一荣誉被花旗首席地产分析师取代。2017年初，这位德银前首席分析师因被下属举报有职业操守问题而遭到辞退，这在高薪养廉的外资大行，是绝对不能容忍的行为。随着德银外聘新的首席地产分析师，与恒大的旧账明显淡化，恒大地产（HK.3333）1.97港元/股的最低目标价纪录也被历史尘封。

（三）首度入围世界500强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2016年7月20日，《财富》杂志为中国恒大献上迟到的20岁“生日礼物”。在其发布的新版世界500强榜单中，恒大集团首次入围，名列第496位。这个排名是根据企业2015财年年报的营业收入额做出的，恒大的数据是1331亿元人民币。由于房地产行业的营业收入是交楼口径，比合约销售口径平均滞后一到两年，而2015年恒大的合约销售已经超过2000亿元，2016年的合约销售额超过3000亿元难度也不大，因此当时就可以预见，未来几年，中国恒大在世界500强中的排名必将持续、快速上升。

不满“20岁”就能够跻身世界500强的“神童”，放眼全世界也不多见。在中国民营企业中，正威集团于“16岁”首度入围，其他企业的入围“年龄”分别为：华为“22岁”，万达“27岁”，万科“32岁”，美的“48岁”。京东虽然“18岁”就上榜，但此前尚未盈利。

二、规模赶超万科

（一）流量销售额首超万科

2017年元旦，网上流传一段恒大内部会议视频：“请全体起立，奏国歌！”100多名西装革履的恒大员工集体起立，目视前方。现场鸦雀无声，庄严肃穆。国歌结束，掌声经久不息。恒大董事局主席许家印戴着鲜红的领结，站在大屏幕下，手拿话筒，郑重宣布：“请大家以热烈的掌声祝贺恒大地产集团成为全球第一大房地产企业。”

看到这段视频，不明真相者不禁吐槽：“恒大开个会，有必要奏国歌吗？”其实，这段视频并非录制于元旦前夕，而是录制于2016年9月30日晚上7点多的恒大内部会议现场，奏国歌是因为次日就是国庆节。其实当天傍晚，一则来自恒大内部的会议通知截图就在一些地产股微信群里传播开来，通知要求所有与会者当晚着正装，还预告许老板有好消息要宣布。只是，当晚宣布的好消息并没有给管理层和股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

带来多少惊喜，因为这是水到渠成的事，早已在大家的预料之中。掌声过后，举杯相庆，一切又归于平静。

根据当天下午第三方统计机构克而瑞发布的2016年前三季度中国房企销售金额TOP100排行榜，恒大以2805.6亿元首次登顶流量金额榜，万科则以2630.2亿元被挤到第2名，如表6.1所示。

表6.1　克而瑞2016年1—9月房企TOP10销售排行榜

排名	公司名称	流量金额/亿元	排名	公司名称	权益金额/亿元
1	中国恒大	2805.6	1	中国恒大	2668.1
2	万科企业	2630.2	2	万科企业	1893.7
3	碧桂园	2139.3	3	碧桂园	1676.0
4	绿地集团	1720.0	4	绿地集团	1672.7
5	保利地产	1570.6	5	中海地产	1313.8
6	中海地产	1349.4	6	保利地产	1115.3
7	华夏幸福	905.2	7	华夏幸福	900.2
8	融创中国	875.1	8	万达集团	779.9
9	华润置地	795.3	9	华润置地	670.0
10	万达集团	783.2	10	融创中国	575.0

在2016年7月以前的克而瑞销售排行榜上，只有销售面积榜单和销售金额榜单，从2016年8月起，销售金额榜更名为“流量金额榜”，克而瑞又在业内首创了“权益金额榜”。应该说，这是一个与时俱进的改变。

那几年，地产行业开始流行合作开发，这与项目收购不同。项目收购，通常是收购方直接买断被收购方的项目公司的全部股份，当然对价款可以协商分期支付，比如恒大地产收购香港地产商的项目就是如此。项目买断之后，权益100%归收购方，赚多赚少都与被收购方没有直接关系了。而合作开发，分两种情况：一种是两家或两家以上开发商组成联合体，联合参加竞拍拿地，拍下项目后，瓜分股份，共同开发，共享收益；另一种情况更为普遍，往往是某家本地中小型地产商，很早以前就拿到土地，现在引进一家全国大开发商合作开发，由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大开发商全权负责项目后期的开发、销售、交付等操盘，项目使用大开发商的品牌。在后一种合作开发项目中，中小开发商以土地作价入股，大开发商以品牌、后期管理及追加的运营资金入股，双方按照谈好的股份分享收益。有时候，大开发商能够占到51%以上的控股股份，有时候只能占到10%~49%的股份，后者叫“小股操盘”。合作开发是双赢的：对提供土地的中小开发商来说，借助大开发商的品牌、管理、成本、融资优势，自己坐享其成比辛苦操盘分到的利润更多；对大开发商来说，不用出钱买地，可以使合并资产负债表和现金流量表都非常好看，美中不足就是合并损益表中少数股东分走的利润比较多，另外在合作过程中可能会出现内部腐败现象。

在克而瑞以往的销售金额榜单上，是采用“项目操盘口径”的，即“流量金额榜”。例如，凡是打着万科品牌销售的楼盘，不管万科占多少股份，哪怕只占20%股份，所有销售都100%统计在万科名下。而新推出的“权益金额排行榜”，则只计算归属公司股东的权益销售额。例如，某项目万科占51%股份，总共销售100亿元，则其中51亿元算作万科的权益销售额。如果按照权益金额口径，恒大地产很可能在2015年就已经是行业冠军，因为恒大偏爱项目收购模式，很少用合作开发模式，权益销售占比高达95%左右，而万科、保利、碧桂园等的权益销售占比只有70%~80%。至于销售面积冠军，恒大早已问鼎多年。不过，习惯上，行业内还是以流量金额排行榜来排座次，所以2016年9月底恒大超越万科意义非凡，这是克而瑞自2009年发布地产行业销售排行榜以来的第一次。

就在许家印宣布“恒大地产集团成为全球第一大房地产企业”的前一天，2016年9月29日，周大福的继承并发扬光大者、新世界发展的创始人、香港传奇富豪郑裕彤老先生，因病安详仙逝，享年91岁。几天后，许家印受邀参加了郑老先生的葬礼，感慨万千。2008年，正是这位贵人出手帮助许家印渡过难关。或许恒大今天取得的成绩，是对郑老先生最好的告慰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当然，如果只是前9个月的销售额超越万科，没拿到年度总冠军，还是不大算数的。此后3个月，恒大没有松懈，将领先优势一直保持到年底。在2016年全年的克而瑞流量销售榜上，中国恒大以3731.5亿元首次折桂，万科以3622.0亿元屈居亚军。值得一提的是，同样在2015年逆势大举拿地的碧桂园，2016年销售同比暴增120.5%，以3090.3亿元的成绩跃居行业第三，成为当年最大黑马。在权益销售榜上，中国恒大则以3550.6亿元遥遥领先，第2名万科只有2606.5亿元。

（二）超越万科的“魔咒”

销售额超越万科，是绝大多数房企可望不可即的事情，也极少有挑战者敢于挂在嘴边，因为中国房地产行业多年来流传着一个“魔咒”——“凡是超过或者想超过万科的企业，后来的结果都不太好，不是业绩停滞不前，就是倒退，最惨的还被兼并了。”

例如，前“华南五虎”老大合生创展，在2004年便成为国内首家冲破百亿元大关的房企，被王石称为“地产界的航母”。但此后，合生创展却主动放弃了在规模上的追求，走上了类似香港地产商的慢周转模式，年销售额始终徘徊在百亿元上下，行业排名逐年下滑。

2003年7月，孙宏斌在一次房地产论坛中公开宣称：“顺驰要做行业第一，要超过在座的所有人，包括万科。”但是，激进举债拿地的顺驰不幸遇到2005年的地产调控，没有迎来计划中的销售回款爆发，导致现金流断档，并最终于2006年被香港路劲基建收购，孙宏斌也带着管理团队金蝉脱壳到了融创。

2004年博鳌论坛上，风头正盛的富力地产李思廉与万科王石就商业地产的问题吵了起来，并扬言要挑战万科，争夺全国第一，但此后数年，由于商业地产严重拖累富力的周转效率，两者的规模差距越来越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2009年，刚刚度过债务危机的绿城因可售库存多把握住了行业复苏的机会，以533亿元的销售额坐上了行业第二把交椅，仅比万科少了100亿元。绿城老板宋卫平旋即启动了千亿元销售计划，目标直指万科身下的房企老大宝座。然而2010年，万科率先实现了千亿元目标，绿城的销售额却比2009年还略有倒退，2011年更是衰退到300亿元。

2015年初，筹备国内上市的绿地集团发布公告称2014年全年地产业务实现销售额2408亿元，这意味着销售2151亿元的行业九连冠万科被拉下马了。不过，在克而瑞发布的年度销售额排行榜上，绿地仍然以40亿元的劣势屈居第二，理由之一是海外销售并未被计算在内。但此后几年，完成上市计划的绿地放弃对规模的追求，再未对万科发起过挑战，行业排名逐渐下滑。

王石曾在一场活动中称：“你会发现万科的历史很有意思，凡是要超万科的最后真正的下场都不太好。不是说他们没有能力，而是他们的心态就是把这个结果当成了目标。”

鉴于此，创业前20年始终以规模一流为首要目标的许家印，从未公开表露过要超越万科。事实上，2016年的恒大，只是具备了与万科掰手腕的实力，并无超过万科的必然性。宝能和万科的股权争夺，在很大程度上分了万科的心。截至6月底，万科还以1901亿元的流量销售成绩，遥遥领先于1418亿元的恒大。但整个三季度，恒大使出了洪荒之力，连续发力促销，淡季中连续打出430亿元、483亿元、475亿元的“高分”，而处于推盘低谷且内忧外患的万科，只取得274亿元、200亿元、254亿元的平淡成绩。于是到了9月底，恒大一举逆转，并在四季度保持住领先优势，最终问鼎行业销售规模冠军。

（三）为什么恒大能赶超万科？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在2016年8月底的中期业绩发布会上，夏海钧博士饶有兴致地详解了恒大成立20年来“农村包围城市、最终夺取城市”的战略发展路径。他首先解释了前20年恒大为什么始终把“规模一流”当作首要目标，这是因为：“在中国房地产行业，你必须成为龙头企业，才能立于不败之地。”夏博士认为1996年广州起家的恒大，如果一直坚持在核心城市发展是不可能成为今天的恒大的。他说：“2006年选择异地扩张时，我们看中了（除南京、杭州、福州外的内陆）二线城市。当时我们一年销售额是20多亿元，总资产在100亿元左右，北京、上海一个项目的地价就可能把我们的总资产吃没了。”因此恒大2006至2009年选择规模进入省会城市，并抓住了发展机遇。到2009年香港上市时，恒大自称为“省会城市地产领导者”。

“上市之后要继续发展，又有两条路，一条是往一线回归，另一条是下沉三线。”夏博士把万科、中海、保利、绿地等具有国企背景的行业龙头比作有钱有资源的“中央军”，把恒大等民营地产商比作缺钱少弹药的“土八路”，把三四线地级市比作“农村”，他说：“当时公司经过研究认为，要想在规模上弯道超车，就必须走一条差异化道路，先下沉地级市，以农村包围城市。”夏博士假设，如果恒大2010年就选择回归一二线，可能如今的规模还在千亿元以下。2013年之后，建立好三四线“根据地”的恒大终于决定回归一二线城市，经过3年的调整，截至2016年6月底，恒大的土地储备（在金额上）基本以一二线城市为主。夏海钧总结道：“如今恒大的权益销售额能超过万科，得益于‘农村包围城市’的弯道超车战略。”他甚至豪言：“未来5年内，不会有任何一家房企能（在权益销售额上）与恒大并驾齐驱。”

三、永续债是利剑还是毒品？

（一）永续债是最好的拿地工具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2016年的中期业绩会上，恒大集团董事局副主席、总裁夏海钧宣布：“截至2016年6月30日，恒大集团总的土地储备达到1.86亿平方米，已经覆盖中国所有直辖市、省会城市以及经济发达的地级市，全面完成了全国城市布局，其中一二线城市的土地储备原值占比已达73%。”

其实，早在“十八大”召开之后，对中国国运充满信心的恒大管理团队就制定了重返一二线的战略，并从2013年7月起坚定实施。在国内房地产市场持续低迷的两年多时间里，恒大先是通过招拍挂在北京、上海、天津、南京、杭州、合肥、大连等城市摘牌夺地，后来则改为以并购优质二手项目为主，收购对象除了香港地产商的内地资产包，还有中航集团等国企旗下的资产包，以及很多民企地产项目。项目融资上则大面积使用永续债、分期付款、股权合作等方式。

面对投资者关于永续债的质疑，夏海钧博士解密了恒大为何热衷于使用永续债融资：“现在哪家地产基金投资项目不起码要求15%~20%的收益率？我们如果和基金进行股权合作，成本必然高于永续债，而永续债现在成本还在降低，对于恒大在一二线城市拿地有很好的补充。恒大只需投入20%自有资金，永续债出80%，本金还款还很灵活，这是最好的拿地模式。现在银行只和大企业合作永续债，恒大是做得最好的。如果前几年不坚持使用永续债，现在就不会有这么多优质、低成本的土地储备。”他认为：“这种杠杆模式是没有风险的，是在中国预售制模式下特有的产物。现阶段谁有大量优质的土地储备，谁就有发展。我们的土地储备别人5年都追不上，可以在几年内独占鳌头。负债率不能决定企业规模，要看钱投在哪里，如果投向土地储备，是不怕的。”为了证明恒大决策的正确性，夏海钧还顺带披露了一组数据：这些土地储备的购买原值为2595亿元，而第三方评估机构世邦魏理仕给出的最新评估值为5700亿元，升值了3105亿元，升值率达119.6%。当然，3105亿元的升值不会都转化成利润，要交近半的土地增值税和余下25%的企业所得税。即便如此，夏海钧假设，如果能够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

立即变现这些土地储备的升值部分，恒大的净负债率将从账面的430%直线下降到90%左右。

夏博士认为，正是在这样的土地储备基础上，恒大2016年才能实现超过3000亿元的销售，80%的销售回款率又能带来充足的现金流。夏海钧还对出席会议的专业投资者说：“外面的人看不懂中国恒大，在座的各位应该能看懂，应当好好研究恒大和恒大的战略。今年上半年恒大的市场占有率只有2.9%，市场整体虽然饱和了，但市场集中度还在逐渐增高。中国前十大开发商现在只占17%~18%的市场份额，未来会占到30%~40%，前十大开发商在中国还有更广阔的发展空间。”

（二）永续债是“毒品”

不过，无论夏博士在会上如何口若悬河、信心满满，会后，投资者仔细研究的仍然是中国恒大那份中期业绩报告。虽然大规模使用永续债确实帮助恒大迅速储备了大量优质一二线城市土地，销售额也高速增长，但在绝大多数投资者和分析师眼中，永续债更像“毒品”，因为恒大的财务报表持续恶化，无论是利润还是负债。看到432%的净负债率，以及半年仅仅20.2亿元的归属股东净利润，大家实在对中国恒大的前景乐观不起来。

首先，永续债的大量使用使恒大的资产负债表“恶化”得无以复加。如表6.2所示，分析师把永续债当作负债的口径，2012年末至2016年6月底，中国恒大的净负债率依次为84%、148%、251%、314%、432%，简直是以火箭速度在飙升！400%的净负债率在上市龙头房企中非常罕见，据不完全统计，恒大之后，也只有融创中国在2017年收购万达文旅后一度达到过这个水平。

表6.2 中国恒大历年永续债余额及净负债率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016H1
期末永续债余额/亿元	0	250	529	757	1160
净负债率(永续债算权益)	84%	70%	86%	94%	93%
净负债率(永续债算负债)	84%	148%	251%	314%	432%

其次，在利润方面，如表6.3所示，恒大地产合并报表的净利润总额在2013年和2014年持续大涨，两年几乎翻倍至180.2亿元，2015年至2016年保持高位徘徊，但是归属上市公司股东的净利润在2013年达到126.1亿元峰值后，2014年是零增长，2015年还下降到104.6亿元，2016年上半年竟然只有20.2亿元，同比下降超七成。罪魁祸首，显然就是永续债。从报表上可以看出，永续债持有人对净利润的瓜分，2013年还不明显，2014年则激增到43.4亿元，2015年又分走50.9亿元，2016年上半年则瓜分了42.2亿元之巨，约占净利润总额的六成。恒大销售高增长，难道是在给永续债打工？

表6.3 中国恒大历年净利润归属 亿元

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016上半年
净利润总额	91.8	137.1	180.2	173.4	71.3
减：永续债持有人分得利润	-	6.6	43.4	50.9	42.2
减：少数股东分得利润	0.1	4.4	10.7	17.9	9.9
归属上市公司股东净利润	91.7	126.1	126.0	104.6	20.2

业绩会后，美银美林给出5.50港元／股的目标价，与当时的市场价相当，折合人民币市值650亿元；瑞信给出的目标价则只有3.9港元／股，折合人民币市值仅461亿元。而就在2016年7月，中国乃至世界房地产行业单月合约销售纪录首次被中国恒大打破，达到了430.1亿元。此前数年，这项行业记录长期被万科垄断并不断刷新。2016年8月，中国恒大再次以482.7亿元刷新了这一纪录。一家企业的市值，竟然只相当于一个半月的销售额！

四、精准扶贫（上）：3年30亿帮扶大方县

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（一）“两会”上介绍精准扶贫思路

习近平总书记在2015年减贫与发展高层论坛发表主旨演讲时指出：我们坚持开发式扶贫方针，把发展作为解决贫困的根本途径，既扶贫又扶志，调动扶贫对象的积极性，提高其发展能力，发挥其主体作用。

2016年3月6日下午3:00，人民大会堂新闻发布厅，三位全国政协常委厉以宁、陈锡文、许家印和两位全国政协委员易纲、常振明，就“十三五”经济发展问题回答记者提问。其中，人民政协报和人民政协网记者问了恒大集团许家印一个问题：“习近平总书记强调，广大民营企业要积极投身光彩事业和公益慈善，自觉履行社会责任。请问在您看来，民营企业在参与精准扶贫、精准脱贫方面能够发挥什么样的作用？”

许家印回答道：“中国改革开放以来，很多民营企业都是从无到有、从小到大、从弱到强，这一切都得益于党的政策和全社会的支持。饮水思源、回报社会是每个民营企业的责任。投资慈善、扶贫济困，这是中华民族的优良传统和品德。到2020年，我国要实现小康社会，现在还有7000万贫困人口要实现全部脱贫，任务还是很艰巨的。我们所有的民营企业都会和全国人民一道投身到扶贫的攻坚战中。”

从具体方法上来讲，许家印认为：不能像过去那样捐款捐物，而要采取输血和造血相结合的办法。具体有以下几项措施：第一，在精准扶贫方面，我们要按照党中央国务院的要求，精准到户，精准到人；第二，在产业扶贫方面，民营企业要投入资金、技术、人才，因地制宜地帮助贫困老百姓发展产业；第三，在教育扶贫方面，广大民营企业应该为贫困地区多捐建幼儿园、小学、中学以及职业技术学校，来满足贫困地区的教育需求，从根源上让贫困地区老百姓脱贫；第四，在异地搬迁扶贫方面，民营企业要为贫困地区老百姓多捐建一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

些带产业的新农村，让那些住在路也不通、电也不通、水也不通、房子不挡风不遮雨的深山老林中的老百姓搬到带产业的新农村里，同时也有助于退耕还林、修复生态；第五，在就业扶贫方面，广大民营企业可以发挥自身优势为贫困老百姓提供更多的就业岗位，实现“一人就业，全家脱贫”。

（二）结缘大方县

为什么全国政协记者发布会要邀请许家印作为嘉宾回答有关扶贫的问题呢？因为许家印会上讲的这些具体措施，已经运用在恒大的精准扶贫实践中了。

2015年12月19日，恒大集团就正式启动了对贵州省毕节市大方县的对口精准扶贫工作。恒大宣布将无偿投入30亿元，每年10亿元，用3年时间，通过产业扶持、易地搬迁、吸纳就业、发展教育等一揽子综合扶贫措施，实现大方县18万贫困人口全部稳定脱贫，而双方合作的推手正是全国政协。

这段缘分，起于2015年11月6日至8日召开的政协十二届全国委员会常务委员会第十三次会议上。“补上贫困人口脱贫这个最突出的短板”是常委热议的话题，许家印提出：像恒大集团这样的民营企业，已经有了一定的实力，能不能率先与一些贫困县结对子，“整体帮扶脱贫”？

许家印能有这样的觉悟，一点不令人意外。因为过去20年，许家印和恒大集团已经为光彩事业、公益事业累计捐赠超过28亿元，连续7年荣获中国慈善领域最高政府奖——中华慈善奖。刚开始企业规模还小时，恒大就力所能及地做些捐建学校、赈灾捐款的善事。特别是在2008年5月12日汶川大地震时，恒大当晚就开会决策第一时间捐款1000万元人民币。这笔钱对后来的恒大不是个事儿，但在当时，正值美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

次贷危机，恒大上市失败，资金链极其紧张的关口，这1000万元尤其难能可贵。二次上市成功后几个月，销售规模达到500亿元的恒大集团开始投资足球。在许家印看来，投资足球也是一项公益事业，因为全世界的足球俱乐部很少有盈利的。到2015年底，当恒大销售规模达到2000亿元时，恒大的能力更强了，开始把精准扶贫作为恒大发展公益事业的新平台。

缘分，绝不是一厢情愿，而是相互需要。毕节市是全国首个也是唯一的“开发扶贫、生态建设”试验区。大方县又是毕节市的一个缩影。全县有贫困乡镇24个、贫困村175个，110万人口中，贫困人口多达18万人，贫困面大、贫困程度深，扶贫开发任务艰巨。最终，全国政协主要领导同志从中牵线搭桥，促成了这段缘分。2015年11月28日，中央扶贫工作会议结束的当天，恒大集团就派出曾经当过县长、有农村工作经验的副总裁姚东带队赴大方县进行专项考察。20天后的签约会上，许家印就拿出了3年投入30亿元，帮扶大方县实现贫困人口全部稳定脱贫的计划。没过几天，恒大集团就从公司各部门抽调了首批287名扶贫队员，奔赴沂蒙山扶贫前线。

（三）精准扶贫，立竿见影

半年时间转瞬即逝。2016年6月21日，也就是恒大集团举办20周年庆典的前5天，《人民政协报》刊发了题为《先富帮后富的中国故事——恒大集团整体帮扶大方县脱贫攻坚纪实》的文章。记者在大方县实地采访时了解到，仅半年时间，大方县东部山区的60个贫困村已发生明显变化。其中，恒大首批无偿援建的40项重点工程，包括10个新农村、1处民族风情小镇、11所小学、13所幼儿园、1所完全中学和1所现代职业技术学院已全面开工，其中22项主体工程已完工；无偿援建的200个农牧业产业化基地项目全面动工，其中75个已投入使用。此外，在恒大集团及其战略合作企业就业的贫困群众已达5608人；恒大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

集团捐赠超6亿元的四大基金——产业扶贫贷款担保基金、贫困家庭创业基金、教育奖励基金和慈善基金已开始发挥作用……恒大集团副总裁兼扶贫办主任姚东向记者介绍说，今年国庆节之前，幸福二村、五村和八村将交付使用；明年元旦前，幸福一村、三村、四村、十村将交付使用；明年春节前，幸福六村、七村、九村将交付使用。首批这10个新农村和1处民族风情小镇——奢香古镇的首期，能实现易地搬迁6000人。

脱贫且致富，培植优势产业至关重要。没有产业带动，脱贫难以彻底；缺乏产业支撑，脱贫难以持续。恒大集团紧紧抓住产业发展这个扶贫脱贫的“牛鼻子”，在大方县下大力气从优化升级传统支柱产业入手，着力培植支撑县域经济的优势产业。

恒大扶贫团队与大方县乡村干部一道跋山涉水、走村串户，对贫困户进行深入调研。通过统计59 693户贫困户、176 506名贫困人员的相关数据，整理出贫困人口乡镇分布、年龄结构、家庭状况、从业情况等详细信息。情况熟，施策才能准，行动才有效。恒大计划投入9亿元，3年内扶持1000个以合作社方式运营的肉牛、蔬菜、中药材等特色农牧业产业基地，帮助10万人就地脱贫；设立总额为10亿元的“恒大大方产业扶贫贷款担保基金”，专项为合作社提供贷款担保；设立“恒大大方贫困家庭创业基金”，用以奖代补的方式直接奖励给创业户。

发展安格斯牛养殖产业，是恒大集团产业扶贫的重点项目之一。2016年6月5日，历经115天的越洋运输，恒大集团从澳大利亚引进用于产业扶贫的首批安格斯种牛抵达大方县凤山乡养殖场。大方县素有养牛的传统，但本地人坦承：“我们本土的黄牛个头小，经济效益低，‘远看是条狗，近看是头牛’，被人戏称为‘狗牛’。”恒大扶贫团队对大方县的气候、土壤、牧草以及劳动力结构等进行实地考察，并经相关专家反复论证，制定了从澳大利亚引进3000头安格斯牛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作公畜、从牧区引进5000头牛作基础母畜，培植优质肉牛产业的方案，目标是3~5年之后，大方县将成为一个供应种牛、出售冻精、出售优质牛肉的基地，成为中国的安格斯牛之乡。

俗话说，靠山吃山，靠水吃水。但当一方水土养不活一方人时，又该怎么办？钱物救济显然无法解决根本问题。恒大集团给出的答案是：易地搬迁，帮助贫困群众“挪穷窝”“拔穷根”。例如，大方县星宿乡属于二类贫困乡，人均坡耕地仅有1.42亩，人均基本农田不足0.1亩。由于地理环境、区域条件的制约，交通闭塞、居住分散，根本谈不上产业发展、公共服务供给。恒大计划将该乡条件最差的230户699人搬迁到恒大援建的奢香古镇、幸福六村和幸福七村。既要搬出穷窝，还要拔掉穷根，如此才能致富。对于这些问题，恒大早有谋划，在每个移民安置点都配套了相关产业。例如，在星宿乡龙山幸福新村主要配套中药材产业，发展林下中药材种植，建设2套中药材烘干房；在凤山乡店子村、雨冲乡金门村幸福新村，主要配套乡村旅游产业；而奢香古镇是一个集移民安置、民族风情旅游等功能于一体的易地搬迁扶贫重点项目。对此，时任毕节市委书记陈志刚评价道：“恒大的易地搬迁并不是简单的一搬了之，而是将搬迁、就业、新城镇建设和旅游产业进行有机结合。”

贫困是物质的贫乏，但归根结底是知识和技能的缺乏。教育不跟上，难有真脱贫。习近平总书记强调“扶贫先扶志”“扶贫必扶智”。让贫困地区的群众接受良好教育，是扶贫开发的重要任务，也是阻断贫困代际传递的重要途径。恒大集团把培训就业、教育扶贫、补齐教育短板作为拔掉穷根的关键一招。按照计划，恒大将无偿投入5亿元，新建11所小学、13所幼儿园、1所完全中学和1所现代职业技术学院，全方位补足大方县教育资源缺口。与此同时，恒大集团设立3000万元教育奖励基金，每年评选出300名优秀学生和200名优秀教师，每人每年奖金3000元。5月29日，首批教育奖励基金已向教师和学生发放。强教育，只有硬件还不行，软件资源也要跟得上。近日，恒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大集团与清华大学教育医疗合作扶贫大方正式签约。清华大学将重点为恒大集团捐建的26所学校和慈善医院以及大方县原有基础设施较好的学校、医院提供远程教学、师资培训、干部培训等全方位支持。除了基础教育，恒大还针对大方县贫困家庭实际情况，组织职业技能培训，3年提供3万个到恒大物业、园林、酒店等下属企业以及合作施工单位就业的机会。据记者了解，截至目前，恒大已经组织了10期技能培训，结业人数达到7000人，吸纳就业5608人，初步直接实现近2万人脱贫。

记者还了解到，约20家其他企业已在恒大集团的牵线和带动下参与到大方县的精准扶贫中来。例如，广东一力集团制药股份有限公司就在大方县投资建设中药材种植和加工基地，指导大方县的农户种植适销对路的中药材，并在当地深加工，提高产品附加值。寿光地利农产品集团有限公司则在贵州建有大型蔬菜物流基地，他们带来先进的种植技术和更大的销售市场。恒大集团将与这些企业在大方县共同打造20个绿色和有机蔬菜种植核心区、30个中草药标准化种植核心区、50个优质肉牛养殖核心区，可带动3万户老百姓脱贫。

当然，作为“异乡娃”，连当地方言都听不懂的恒大扶贫队员，没有当地政府和各界的全力支持，是无法开展工作的。恒大签订结对帮扶精准脱贫协议后，大方县委、县政府也主动作为，组织开展了“恒大帮大方，大方怎么办？”的讨论会，号召全县广大干部群众，向贫困落后发起最后总攻，坚决打好打赢这场攻坚战。毕节市委、市政府还从全市抽调了100名干部与恒大扶贫队混合办公，不分你我。大方县的企业家也纷纷行动起来，为大方脱贫攻坚尽一份力。

记者最后总结道：这是社会力量参与开发式扶贫的范例和品牌，这是民营企业家“达则兼济天下”的家国情怀，这是2020年建成全面小康的力量之源。千山拥峰，万流汇海。如恒大这样，民企助力脱贫攻坚的样板多了，品牌亮了，汇在一起，就是我们打赢脱贫攻坚战的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

滚滚洪流。我们相信，有了这样的不竭伟力，我们到2020年全面建成小康社会、农村贫困人口全部脱贫的梦想一定能够实现！

五、举牌银行，控股保险

2016年至2017年初，中国恒大集团曾把金融作为多元发展的龙头产业，并提出了金融全牌照的目标。不过，从2017年下半年起，为防范重大金融风险，中国政府不鼓励民营企业走金融控股集团的发展道路，恒大集团也及时调整了发展方向，解散了金融集团，把恒大人寿与健康养老产业捆绑发展，在盛京银行只做财务投资者，互联网金融平台恒大金服后来转为线下的恒大财富管理。

（一）参股银行，财务投资

2013年10月30日晚间，万科发布公告，拟以基石投资者身份，投资27亿元参与徽商银行H股首次公开发行。对此次入股的原因，万科时任董事会秘书谭华杰给出的说法是：为了更好地满足公司客户在金融服务方面的需求，尤其是对社区金融服务的需求。相对于万科过千亿元的年销售规模，此次参股徽商银行的投资规模不大，但可望发挥协同效应，帮助公司率先向客户提供国内领先的社区金融服务，提升公司在全面居住服务方面的竞争力。

2013年11月9日，党的十八届三中全会《决定》提出“积极发展混合所有制经济”，意味着民营企业既可以引入国有企业做战略投资者，也有机会参股国有企业。万科参股徽商银行，就被看作一个风向标，此后，多家民营房地产企业尝试进入金融领域，把产融结合作为多元化发展的一个方向。而恒大地产，也从那时起，就有意参股一家银行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2014年1月24日，恒大地产发布公告，举牌华夏银行。公告称，2013年11月13日至2014年1月24日，恒大地产持续买入华夏银行4.03亿股，耗资33.03亿元，占华夏银行总股本的5%，成为第五大股东。2014年8月6日，华夏银行公告称，给予恒大地产40亿元的授信额度。华夏银行每年都例行给几家较大的股东授信额度，并作为关联交易披露。2015年上半年，A股出现一轮牛市，恒大地产卖出了华夏银行的股份，累计税前盈利62亿元，赚到一笔意外之财。许家印在2015年中期业绩发布会上解释说："恒大不炒股，本来是想参股银行、当银行股东的，不料资本市场太疯狂，就卖了。"事后据知情人士透露，最初恒大想参与北京银行，但原股东并不欢迎，就转而尝试华夏银行。华夏银行的几家老股东也不大欢迎恒大介入，恒大就退出了，碰巧赶上牛市还赚了一笔钱。

最后，事不过三，恒大地产终于在2016年成为盛京银行的第一大股东。2016年2月29日，恒大地产公告举牌盛京银行，斥资38.9亿元于场内和场外合计收购盛京银行5.59%的股份。之后数日，恒大地产又继续增持盛京银行股份至9.96%，合计持股5.77亿股。4月28日，恒大地产再次公告，以102.2亿元的代价从5家盛京银行内资机构股东手中接过10亿股，累计持有盛京银行已发行股份的27.24%，一跃成为第一大股东。不过，一周后，为满足港交所关于上市公司最低公众持股比例的要求，恒大地产将5.77亿股盛京银行流通港股转让给了华人置业旗下一家公司，自身只保留10亿股内资股，仍然保持盛京银行第一大股东地位，持股17.28%。第二大股东为沈阳国资委，持股8.28%。

不过，随后3年，恒大方面在盛京银行并无实际动作，只是安静地做一名财务投资者。直到2019年5月10日，盛京银行发布公告，来自大股东恒大集团的邱火发出任盛京银行董事长。

（二）恒大人寿遭遇违约风波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2015年11月21日晚，广州恒大淘宝足球队1:0战胜迪拜国民队，第二次捧起亚冠联赛的冠军奖杯。首次捧杯时，恒大冰泉横空出世，而这一次顶着亚冠冠军的光环诞生的是“恒大人寿”。在次日的新闻发布会上，恒大集团正式宣布进军保险产业。其实早在同年9月份，恒大就以39.39亿元竞得中新大东方人寿保险公司50%的股权，直到亚冠夺冠后才正式更名为恒大人寿。

中新大东方人寿成立于2006年，是一家总部设于重庆的全国性中外合资寿险公司，新加坡大东方人寿保险有限公司占50%股份。2013年8月，中新大东方人寿曾经历过一次重大股权结构变动。公司当时引入两家新投资者，变动后的股权结构为：重庆地产集团、重庆市城市建设投资（集团）有限公司、大东方人寿、重庆财信企业集团分别持有中新大东方人寿25%股权。2015年8月11日，中新大东方两大国资股东重庆地产集团和重庆城市建设投资公司以16.03亿元的挂牌价格转让两家企业持有的50%股权。一个多月后，恒大集团旗下的恒大地产集团（南昌）有限公司在与另一家民营地产企业经过数轮竞价后，终以39.39亿元竞得，比初始挂牌价高出23.36亿元。

更名后，拥有50%股份的恒大集团是恒大人寿的第一大股东，外资股东新加坡大东方人寿保险有限公司占25%股份，重庆财信企业集团占25%股份。

不太走运的是，恒大人寿一“出生”就被卷入一场违约风波。原来，在广州恒大淘宝俱乐部2013年亚冠联赛首次夺冠后，知名度、美誉度空前暴涨，众多企业有意开展广告合作，其中东风日产以每年1亿元人民币的代价买断了2014和2015两个赛季的球衣胸前广告，包括中超联赛、足协杯和亚冠联赛的所有比赛。然而在2015年11月21日的亚冠决赛中，广州恒大淘宝队球员胸前的广告并没有如期出现“东风日产启辰T70”，而是被换成了“恒大人寿”。东风日产方面在赛后公开严正抗议，称恒大单方面违约，有违契约精神。一时间，主流舆论纷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

纷谴责恒大，有些文章甚至措辞严厉——“一家毫无契约精神的公司宣布进军保险业”。也有观点认为这只是一起普通的商业违约，按合同违约条款赔偿即可，比如足球界经常发生合同未到期俱乐部就单方面炒掉主教练的事件，只要按合同赔付违约金即可，不必上纲上线。

事件的始末是这样的，早在2014年8月27日，广州恒大淘宝队在当赛季最后一场亚冠主场比赛上，球衣的胸前广告就出现了“恒大粮油”。恒大方面在这场比赛前，书面通知东风日产，欲以一定的代价回购这场比赛的胸前广告，以便推出旗下的粮油产品。东风日产方面当时是不同意的，但事后选择了接受违约金，考虑到双方合作期还有一年半，并没有公开抗议。而2015年11月这次亚冠决赛之前，恒大故技重施，提出回购单场比赛的胸前广告。但由于这场比赛意义重大，关注度极高，东风日产方面明确不同意回购，但恒大方面还是“霸王硬上弓”，坚持置换成“恒大人寿”。由于双方两年合作即将期满，东风日产这次不再选择沉默，而是撕破脸皮，公开抗议，让事件发酵，并同时诉诸法律。后来，经过一段时间的媒体免费炒作，东风日产成为事件的赢家，不但品牌曝光度远远超过一场亚冠决赛的胸前广告，而且获得了数千万元的经济赔偿。自知理亏的恒大则灰头土脸，在舆论的声讨声中保持低调，“恒大人寿”虽然知名度也被炒得很高，但美誉度损失不小。为吸取教训，许家印要求广州恒大淘宝足球队的胸前广告今后不再对外出售，而是直接留给旗下各新业务协调使用。

（三）恒大人寿再遇炒股风波

祸不单行，2016年下半年，恒大人寿又陷入“炒股割韭菜”风波，并受到了保监会的处罚。2016年12月，保监会派出检查组对恒大人寿开展现场检查，发现该公司存在未按监管规定开展股票委托投资业务、投资内控管理薄弱、交易频繁等问题。由于恒大人寿是家新的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

寿险公司，并无基金、证券、信托等业务牌照，按照规定必须把股票投资业务委托给独立的基金、证券或信托公司，并由后者操盘投资。但实际上，恒大人寿是亲自下指令给相关基金进行买卖操作的，即“未按监管规定开展股票委托投资业务”。至于交易频繁，2016年1至11月，恒大人寿股票投资交易2480笔，股票平均持有期73天，其中9月下旬至11月上旬短期炒作相关股票造成恶劣的社会影响。在深入调查取证的基础上，保监会依照相关法规做出了下述行政处罚及监管措施：限制股票投资1年，只能卖不能买；两名责任人分别被处以行业禁入5年和3年；下调权益类资产投资比例上限至20%。

事情如何发展到了这个地步？还得从头说起。据说2015年恒大收购中新大东方人寿时，就对重庆市政府有关方面拍了胸脯，3年实现千亿元总资产。为达到这一目标，恒大人寿易主后，立即大举发展当时业内火爆的万能险业务。万能险之所以火爆，是因为在提供风险保障的基础上，还能够给予投保人一定的投资回报，通常在年化2.5%以上。当时，恒大人寿万能险产品预估的年化收益率超过7%，对缺乏投资渠道的老百姓有很大的吸引力。2016年全年，恒大人寿的规模保费高达565亿元，但主要是万能险中用于投资的金额，具有风险保障功能的原保费占比不足8%。

承诺了较高的预期回报率，保险公司就必须通过投资赚取更高的回报，否则就会亏本。如果恒大人寿的可投资资金能够100%地购买恒大地产项目的债券或股权，赚取7%甚至10%以上的年化回报率都不会有任何难度，通常龙头地产公司项目风险极低，项目的内部回报率往往在15%以上。但保险资金的资产配置是有严格的比例限制的，恒大人寿必须配置一些非地产类的债券和股票。于是，恒大人寿开始“炒股”了。

2016年二季度，恒大人寿还中规中矩，买入的A股多为知根知底的恒大地产供应商的股票。恒大人寿通常买入这些股票1%~4%的股份，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成为其十大股东之一。在热衷炒作的A股市场，很快就有人包装出“恒大概念股”，各路游资望风而动。需要说明的是，当时斥资数百亿元重仓并举牌万科A、嘉凯城和廊坊发展的资金并非出自恒大人寿，而动用的是恒大地产的运营资金。

待到2016年10月中下旬，各上市公司陆续发布三季报时，人们发现，恒大人寿二季度进入的那些股票有不同程度的减持，而三季度新买入了一批“壳股”，并且齐刷刷地买到4.95%，离举牌仅一步之遥，例如梅雁吉祥、国民技术、栋梁新材、积成电子等至少6只，后被称为“恒大举牌概念股”。这些个股共同的特点是市值低，股权非常分散，第一大股东持股比例很低，甚至没人愿意做第一大股东。这些个股通常被看作壳资源，没有投资价值，但有重组价值。恒大人寿买到4.95%是什么意思？下一步就要举牌、重组了吗？看到这样的机会，游资一下子兴奋了，大举涌入试图搭顺风车，揩恒大人寿的油，但结果不幸被恒大人寿“割了韭菜”。其中最经典的案例要属梅雁吉祥，至今仍然迷雾重重。

按照上交所的预约时间表，梅雁吉祥将于10月25日晚间发布三季报，但在10月25日白天毫无征兆地涨停，难道有什么重大利好走漏了风声？当天傍晚，三季报如期发出，并无异常惊喜，其中十大股东基本都是个人，持股最多者也不超过1%。但两小时后，梅雁吉祥又发出了一份令人震惊的更正公告：恒大人寿以4.95%的持股比例成为第一大股东！更令人震惊的是，梅雁吉祥的管理层号称是经由恒大人寿方面提醒才发现这个“统计错误”的，这种超级大乌龙在中国证券史上并无前例。由于这是截至9月30日的持股统计，难道过去了25天，梅雁吉祥管理层对自家公司大股东更迭真的毫不知情？那公告之前的交易日股价又为何会涨停？什么人提前买入了呢？

当晚，媒体就炸了锅，恒大人寿接近举牌梅雁吉祥的消息传得满天飞。毫无悬念，26日，梅雁吉祥“一字板”；27日，天量再拉涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

停。不过27日晚，随着三季报陆续披露，市场忽然发现，恒大人寿三季度同时买而不举的股票多达6只！市场一下子意识到了跟风炒恒大举牌概念股的风险——恒大不可能同时买下这么多壳。28日，恒大人寿举牌概念股全线大跌，不少跌停，唯有梅雁吉祥的游资凶悍，早盘强拉涨停，虽然没封住，但巨量换手后到收盘也只是小跌。31日周一，梅雁吉祥抛压较重，换手三成，收跌4%。11月1日，强悍的游资卷土重来再拉涨停，重新炒热恒大人寿举牌概念股。从10月27日到11月1日，梅雁吉祥每个交易日的换手率都在28%~40%，投机气氛十分浓郁。

但是，因收到上交所问询函，梅雁吉祥于11月1日晚发布公告称：恒大人寿已于10月31日当天清空了所有股票。此消息对爆炒梅雁吉祥的游资来说无异于五雷轰顶、釜底抽薪，炒股炒成了股东，一下子被架在了半空中。11月2日，跌停。3日、4日，继续大跌。问题来了，上交所在此之前并未管过这种“闲事”，这次是谁提示上交所发的问询函，导致例外披露了恒大人寿已清盘呢？可以说，正是这封问询函，避免了散户继续跟风，使“偷鸡”的游资反倒“蚀了一把米”。

不过，媒体并未关注到这些细节，而是在事后集中火力批判站在明处的恒大人寿。有人把恒大人寿的“割韭菜”手法总结为：先利用庞大资金优势收购股票，逼近举牌线，继而在季报露脸后吸引跟风资金推高股价，最后迅速清仓获利了结。舆论认为，虽然恒大人寿的上述做法并不违规，但吃相太难看，也违背了保险资金进入股市的初衷——作为长期机构投资者，发挥稳定市场、引导长期投资的作用。有接近监管的人士如此评价：恒大人寿的做法“既给险资带来负面影响，也坏了恒大声誉，得不偿失”。迫于压力，恒大人寿后来又买回了5%的梅雁吉祥，正式举牌并承诺长期持有，把赚到口袋里的钱又吐了出来。最终，恒大人寿的行为还是招致了保监会的监管以及相应的行政处罚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

令人至今不解的是，以许家印一贯的政治觉悟，怎会同意属下为了几亿元的蝇头小利而不择手段、自毁形象？那恒大方面究竟是谁、出于什么目的，策划并实施了这一系列事后看来得不偿失的准举牌“割韭菜”方案呢？曾有媒体猜测，由于恒大集团旗下有多项业务有可能分拆上市，不排除收集若干个壳资源备用，甚至有垄断壳资源的意图，但是否真的如此就不得而知了。此外，就梅雁吉祥案而言，为什么梅雁吉祥三季报公布前会涨停？谁提前买入了？为什么梅雁吉祥管理层竟然会遗漏第一大股东？哪些游资在季报后大举买入拉高？恒大人寿卖出后谁提示了上交所发问询函？这一系列疑问已经无从知晓。

（四）痛改前非，保险姓保

2017年起，历尽风波的恒大人寿承认错误，痛定思痛，严格按照保监会的整改要求，坚持保险姓保。许家印要求恒大人寿不再片面追求规模增长，收缩万能险，重点提升原保费收入占比。此后，恒大人寿积极与恒大健康业务结合，大力发展社区保险，积极打造“大健康、大养老”创新发展模式，致力成为以寿险为核心，集养老、医疗、健康等配套服务于一体的综合保险服务商。

恒大人寿2017年年报显示：截至2017年底，恒大人寿排名已跻身全国寿险20强，总资产超1038亿元。全年原保费收入281亿元，同比增长710%；投资收益72亿元，同比增长35%；净利润12.4亿元，扭亏为盈。2018年年报显示：恒大人寿的总资产1202亿元，原保费收入324亿元，投资收益84亿元，净利润17.5亿元，各项指标稳步增长。

（五）恒大金服，供应链金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2016年3月17日，拿到互联网金融牌照的恒大集团上线了一款手机APP——恒大金服。恒大金服最初的目标是依托恒大集团的品牌和资源优势，迅速做大做强，甚至成为行业巨头。为此，许家印调来了曾在恒大足球大获成功的明星经理人刘永灼担纲，虽然他没能为恒大冰泉力挽狂澜。刘永灼干得不错，经过大力推广、高收益率吸引、以老带新，2016年恒大金服实现了339亿元的交易额，并把2017年的目标定位600亿元。不过，由于互联网金融平台陆续暴露出一些风险，以及国家调整了产融结合的相关政策，从无违约记录的恒大金服也不得不于2018年3月起停发线上新产品。后来经过流程重整，改为风险更加可控、线下运营的恒大财富管理。

其实，恒大金服是一款多方共赢的优质金融产品，为什么这么说呢？这话要从恒大地产业务的上下游占款说起。在中国房地产行业，开发商上下游占款非常普遍：对下游客户占款是由于预售制度的实施；对上游供应商占款是由于开发商议价能力强。相对于同行，恒大地产对下游购房者占款最松，对上游供应商占款最狠。恒大地产常年给予购房者全款2~3年分期或者首付分期的选项，缓解了不能、不便办理按揭贷款的购房者的资金压力，有效地促进了销售。而对于供应商，恒大则普遍要求提供6~12个月的账期，在收货后给供应商开具商业票据，票面金额包含利息，商票到期后才付款。

不过，在恒大的供应商中，并非都是资金实力强劲的大型企业，总有些中小企业一时资金周转不过来，需要提前兑现恒大开具的商业票据。尽管历史上从未发生过商票违约，但由于恒大集团负债率高、评级低，恒大地产的商业票据在市场上流通量很大，供过于求，因此在转让时，往往要承担18%~20%甚至更高的年化利率贴现，虽然有票面利息补贴，还是令急于变现的持票人苦不堪言。而有些深知恒大信用风险不大的聪明资金，则专门做起了恒大商业票据承接的生意，每年年底市场资金紧张时高贴息收购恒大商业票据，然后持有到期拿回本金获利颇丰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

恒大金服的出现，一定程度上解决了中小供应商商业票据贴现利率高的问题。恒大金服可以用低于市场价的贴现率敞开收购市场上的恒大商票，同时以年化6%~9%的预期收益率向老百姓发行理财产品，有效利用了社会闲散资金。这些老百姓实际承担的违约风险非常低，因为这些理财产品往往有恒大集团的隐形担保。为什么恒大集团能提供隐形担保呢？因为这笔钱本来就是恒大集团延期付给供应商的占款，即使供应商破产跑路，钱始终在恒大集团手里。商业票据到期时，恒大集团的这笔付款就可以通过恒大金服平台支付给理财产品的投资者了。恒大金服的这种模式，就是所谓的大企业的供应链金融，巧妙利用了市场对恒大商票的高贴现率，实现大企业、供应商、投资者的三赢，既不影响大企业对供应商占款，又有效降低了供应商贴现的资金成本，还为老百姓提供了回报满意的理财产品。

六、恒大冰泉（下）：巨额亏损，涅槃重生

（一）三年亏损50亿元

从2013年9月28日矿泉水集团成立，到2016年9月28日宣布转手，恒大冰泉上市3年的超大手笔的运作足以载入中国营销史册，无论成败。仅从这3年的结果来看，恒大冰泉败了，败得很惨，总计大约亏损了50亿元。

按照许家印最初的估计，2014年恒大冰泉就应该有10亿元净利润，2015年的利润将非常可观。在2014年3月底那次恒大地产业绩发布会上，许家印给大家讲了未来两年恒大冰泉的财务预算。2014年全年，按零售价口径，经销商销售订货大概100亿元，年初的订货会，2000家经销商已经订货57亿元，下半年还会再开一次全国订货会。受限于产能，假设二期新工厂按期投产、满负荷运转，按出厂价计算，恒大冰泉2014年最多可以实现55亿元的营业收入。扣除生产仓储及运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

输成本16亿元，广告促销等费用预算25亿元，剩下税前利润大约14亿元。根据产能计划，2015年满负荷生产下，营业收入预算可以达到120亿元，但费用预算不可能同步增长，广告费再多也投不下去，利润必将翻倍增长。一年25亿元的营销费用预算，对包装水行业的同行来说是不敢想象的。许家印甚至觉得，5年后，恒大冰泉的利润贡献是有可能超过房地产的。

一年之后，恒大冰泉交出了问世后首个财年的答卷，成绩惨不忍睹。2014年实际只完成营业收入10.9亿元，不到预算55亿元的20%，而营销费用开支却超过25亿元，税前亏损高达23亿元。在2015年3月底恒大地产的业绩发布会上，许家印把营收远低于预期的原因归根于产能没跟上，2014年全年只有收购的一期工厂的40万吨产能满负荷运转，而计划8月份投产的90万吨产能新厂，因为投产后已经错过了瓶装水销售旺季，再加上恒大足球不幸亚冠提前出局，后几个月并未充分开工。如果说2014年恒大冰泉取得了什么成果，那就是达到了“家喻户晓，随处可见”的战略目标。

根据实际情况，许家印将2015年恒大冰泉的经营预算调整为：计划生产130万吨，营业收入40亿元。费用预算没有具体披露，应该在20亿元左右，利润目标是实现盈亏平衡或者微利。人事方面，前矿泉水集团董事长下课，恒大足球功勋人物刘永灼接手。刘永灼上任后，为节约费用，拥有上万名正式员工和试用员工的恒大矿泉水集团开始大规模裁员和疏散，很多从同行跳槽而来的员工被裁撤。尽管如此，2015年的恒大冰泉还是只录得了22亿元的营业收入，勉强完成了一半的营收目标，而“疯狂扫码”活动支出了巨额营销费用，导致这一年，恒大冰泉又亏了十几亿元。

2015年9月，不达预期的恒大冰泉再度走马换将，恒大集团元老级人物徐文顶替刘永灼出任新组建的恒大农牧集团董事长。农牧集团包括矿泉水、粮油和乳业3块业务，矿泉水仍然是大头。2016年初，徐文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对许家印立下军令状，恒大冰泉不扭亏，自己就退休回家。但最终，徐文也没有扭转乾坤。

（二）因何失败

恒大冰泉上市不久，就伴随消费品营销界的各种批评和质疑。早在2014年，那位信奉定位理论的专家，就因为恒大冰泉的“混凝土”味道而预言恒大冰泉必败，还公开要和许家印打赌1个亿，不过许家印并未理睬。后来，有些网络文章流传甚广，例如2015年5月的《恒大冰泉已死，大跃进之痛》用近乎决绝的口吻，宣判了恒大冰泉的“死刑”。

2016年5月，一篇署名于建民的文章《亏损40亿的恒大冰泉败在哪儿》，比较全面地分析了恒大冰泉的优势和败因。作者首先列举了恒大冰泉的几大竞争优势：①背靠恒大集团的资金优势；②长白山水源地、先进生产线等产品优势；③足球平台的传播推广优势。但为什么手握三大优势的恒大冰泉会如此惨败呢？作者认为恒大冰泉深层次的问题是遭遇了“跨界困境”——过度自我智力优越感，就是许家印团队太自负了，以为在足球领域摧枯拉朽的成功能够轻易在包装饮用水行业复制。高举高打，急功近利，等不及积累和沉淀，缺乏敬畏心态，自我膨胀导致制定了不切实际的“一年100亿，三年300亿”的过高销售目标。作者具体指出了恒大冰泉在营销策略上的几个失误：①过高的定价，恒大冰泉希望做成大众水，但定价却对标高端小众水昆仑山，结果导致大众消费者不接受这个价格；②广告诉求点变来变去，一年九变，令人眼花缭乱，分不清重点；③渠道扩张大跃进，太过急切。文章的最后，作者对高开低走的恒大冰泉表示非常惋惜。

（三）“投胎”重生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2016年9月28日，一纸公告，恒大农牧集团分拆转让，总作价57亿元，其中包含27亿元现金和30亿元债务。不过，接盘的3家企业虽然与恒大集团并无关联关系，但据说其老板都是许家印的好朋友。恒大允许收购方免费使用“恒大冰泉”“恒大兴安”等品牌5年，转让款也是分期支付。而且，负责运作恒大冰泉的团队仍然是原班人马，并未发生人事动荡和大规模裁员。新任总经理杨华峰最初是恒大从同行那里挖来的高管，先后辅佐了潘永卓、刘永灼、徐文，一直出任恒大冰泉二把手，是管理团队中最专业的人。

此后，专业领导团队对症下药、低调运营，将“高价格、高促销”策略转变为“低价格、低促销”策略。不再投入广告，不再为全行业进行消费者教育，不再举办大规模的促销活动，退出了很多亏损的渠道，取而代之的是价格一步降到位，使恒大冰泉真正实现了“价格亲民”。500ml规格的建议零售价先是从4元降到2.5元，在同样是长白山天然矿泉水的农夫山泉学生水跟随降价，从3.7元调至2.7元后，恒大冰泉再次从2.5元降至2.0元。4L家庭装规格，建议零售价先是从25元降至12.5元，后来又降至10元。

由于恒大农牧业务整体剥离出上市公司，经营业绩不再公开披露。但据后来观察，恒大冰泉不但没有“死掉”，反而涅槃重生，经营得有声有色。

2017年起，恒大冰泉在香港推出高端“偏硅酸水”系列。2018年又在内地推出了高端“低钠水”系列和“宝宝水”系列，售价均高出普通恒大冰泉50%以上，瓶型也比普通款式漂亮、上档次，其中“宝宝水”还分男宝、女宝，煞是可爱。在2019年3月的全国经销商大会上，恒大冰泉又发布了运动水系列、恒大冰泉玻璃瓶系列、恒萃冰雾、吸嘴宝宝水系列等6款新品，持续发力天然矿泉水细分市场。

除了安图水厂和靖宇水厂两座90万吨产能的生产基地外，恒大冰泉于2018年又在长白山池南区开工建设定位高端矿泉水产品的新工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

厂，一期建筑面积近2万平方米，车间设立两条世界先进生产线，预计年产量20万吨。此外，恒大冰泉还找家电厂家代工定制了家用小型饮水机，专门适用于4L家庭装的产品，出水温度分为常温、50℃、85℃和98℃，使用起来非常方便。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第七章　引入战投，承诺业绩

一、从“规模”向“规模+效益”转型

（一）两个完成和一个开始

2016年，在公司创办20周年之际，恒大集团的地产业务以合约销售额3734亿元的成绩，力压“32岁”的行业老霸主万科，首次成为“世界第一房企”。大多数业内人士和投资者都认为：在销售规模上，“万科王朝”从此落幕；“恒大王朝”已经开启，并将持续若干年。毕竟，近几年来，至少在对外宣称中，万科对于“规模第一”始终抱着无所谓的态度，他强任他强，清风拂山冈，他横由他横，明月照大江。而恒大老板许家印，似乎从创业之初就对规模有着不懈的追求，从他对企业的命名就可见一斑。白手起家，艰苦奋斗20年，励精图治，弯道超车，终于坐上了行业规模冠军的宝座，许家印应该不想做李自成，屁股还没坐热就被别人赶下台吧？而且，截至2016年底，恒大土地储备高达2.29亿平方米，万科只有1.07亿平方米，市场普遍认为万科土地储备不足，未来两三年很难有机会反超恒大。

但是，出乎所有人意料的是，刚进入2017年，许家印就忽然放弃了对规模的执念！

在2017年春节后的恒大集团年度工作会议上，董事局主席许家印给大家拜完年后，自豪地宣布：“2016年恒大集团全体员工在各级领导的带领下，日夜奋战，忘我工作，努力拼搏，实现销售额3700多亿元，12月31日账上现金余额超过3000亿元，总资产超过1万亿元，各项经济技术指标创历史最高水平。我们成为世界最大的房地产企业，并跻身世界500强！”但随后话锋一转，“我在这里正式宣布：第一，恒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大集团已完成多元化发展的产业布局；第二，恒大集团已完成由‘房地产业’向‘房地产＋服务业’的转型；第三，恒大地产2017年开始由‘规模型’向‘规模＋效益型’转变，即为‘两个完成’和‘一个开始’”。

许家印是这样阐述“一个开始”的：“恒大地产过去20年，实施规模取胜的发展战略，围绕规模迅速发展，去年销售额近4000亿元，规模非常大。从今年开始，恒大集团保持规模适度增长，注重增长质量，增加效益，开始实施‘规模＋效益’的发展战略。以效益为中心，这是企业的属性，所以恒大地产从今年开始要由‘规模型’向‘规模＋效益型’转变。”

讲话中，许家印还明确了恒大2020年的奋斗目标：“地产、金融、健康、文化旅游四大产业年销售收入超1万亿元，总资产超3万亿元，年利润超600亿元。”具体到2017年的目标则是：“地产集团实现销售4500亿元，实现核心净利润243亿元。”

相较于2014年销售增长31%、2015年增长53%、2016年增长85%，恒大2017年4500亿元的销售目标只比上年增长20%左右，相当保守。许家印强调：“从今年开始我们房地产业要实施‘规模＋效益’的战略，所以今后几年的增长控制在20%左右是非常科学和合理的。过去几年恒大一直在高速成长，在庞大基数下取得如此高的增长是很惊人的，是世界奇迹。目前我们的规模已经如此之大，在这个基础上未来2~3年保持20%左右的增长已经非常厉害，如果按这个幅度计算，我们2020年（地产业务）的销售额将会达到7500亿元。”

（二）最后一份“差劲”的年报

2017年3月底，中国恒大例行发布了2016年度业绩。全年营业收入2114亿元，同比增长59%；销售毛利率28.1%，保持不变；净利润总额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

176亿元，同比增长1.6%，其中归属上市公司股东净利润仅50.9亿元，同比下降51.3%；核心（扣非）净利润总额208.1亿元，同比增长89.2%，其中归属上市公司股东核心净利润82.8亿元，同比增长101%。

由于房地产行业从预售到交楼存在时间差，交楼才能确认收入，在全年合约销售3734亿元的情况下，报表营业收入仅2114亿元符合市场预期，毕竟2016年的交楼主要对应2014年和2015年的合约销售。在同行毛利率继续走低的背景下，恒大的毛利率能守住28%难能可贵，同期万科和碧桂园可比口径毛利率分别为24.5%和21.1%。公司的核心净利润总额208.1亿元也大幅刷新了自身历史纪录，但是由于永续债持有人瓜分走106.5亿元，其他少数股东再分一些，留给中国恒大股东的核心净利润仅剩82.8亿元。此外，往年由于有几十亿元的投资物业公平值重估收益，导致净利润总是高于核心净利润，但是2016年由于人民币大幅贬值产生了近50亿元的账面汇兑浮亏，再加上慈善捐赠规模较大，使得2016年的净利润总额首次低于核心净利润总额。于是，归属上市公司股东的净利润也低于归属上市公司股东的核心净利润，只有50.9亿元。

在年度业绩发布会上，许家印诚恳地说："去年公司实现股东权益利润非常少，我感到很惭愧，对不起大家！恒大之前20年都是规模导向。从1996年成立，1997年第一个项目开始，都是在拼命地追赶，牺牲利润追求规模，直到去年终于成为全中国也是全世界销售额最大的房地产企业。现在恒大已经发展到4000亿元的规模，再去片面追求规模已经没有意义，企业要追求利润，这是企业的属性。但是，没有前面20年规模型的发展，也没有恒大的今天。不能否认前20年规模型的战略，但追求规模只是暂时的策略。今年员工大会宣布了几件事情，其中一件是恒大地产业务要实现转型，从规模型转向'规模＋效益'型。"许家印还向投资者介绍了提高效益的几个措施，包括内部员工绩效考核以利润为导向、不为冲销售规模大力度打折促销、控制成本费用等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（三）深耕三四线城市的新老大碧桂园

2017年，中国房地产市场整体上不冷不热，商品房总销售额同比增长13.7%，达到13.4万亿元。中国恒大果然全年都没有在销售规模上特别发力，最终以5009亿元的成绩退居行业第3，将只坐了一年的行业规模老大的宝座拱手让出。即便这样，销售额同比增速也达到了35%。万科以5299亿元的流量销售额重新反超恒大，但没能夺回销售冠军，取恒大而代之的同样是主打三四线城市甚至下沉五六线城市的“大黑马”碧桂园。后者在未尽全力的情况下，全年实现流量销售额5508亿元，同比增速达到令人恐怖的78%！不过在权益销售榜上，中国恒大仍然大幅领先。

从三四线城市起家的恒大和碧桂园先后超越万科，染指行业冠军，这是令资本市场始料不及的。多年来，投资者一向推崇布局以一二线城市为主的开发商，从骨子里瞧不起重心在三四线城市的开发商。具有讽刺意味的是，凡是跟随万科主打一二线城市的房企，尚无一家真正超过万科，无论是民企合生创展、顺驰、富力、绿城、绿地、融创，还是央企保利、中海、华润……偏偏就是大家最不看好的恒大和碧桂园，另辟蹊径，走农村包围城市道路，最终实现了规模超车。

2017年中国恒大的一大亮点是，全年销售均价从2016年的8354元／平方米，上升到2017年的9959元／每平方米，同比增幅高达19.2%。同期，以一二线城市为主的万科，销售均价14 739元／平方米，增幅11.8%；以三四五线城市为主的碧桂园，销售均价9080元／平方米，增幅10.2%。恒大2017年销售均价上升较快的主要原因包括三四线城市房价普遍补涨、一二线城市销售占比提升、没有开展大规模打折促销活动。碧桂园均价增幅相对较低或与其下沉到房价更低的县城市场有关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2018年，将快周转做到极致的碧桂园以7287亿元的成绩蝉联克而瑞流量金额榜冠军，傲视群雄；万科和中国恒大则分别以6069亿元和5511亿元位居第二、三名。在权益金额榜上，中国恒大仅以微弱优势领先碧桂园，连续三年排名榜首。这一年，市场环境不景气，强调效益的恒大明显有所保留，没有发力促销，全年销售均价进一步上升到10 500元／平方米。

不知道是不是因为中了超越万科的“魔咒”，2018年上半年，强调快周转的碧桂园因为个别施工事故被一些自媒体死死咬住不放，搞得焦头烂额、狼狈不堪。2018年下半年，深知出头鸟不好当的碧桂园不再按月披露流量销售额，改为公布数值比较低的权益销售额。

二、引入战投，重组深深房

（一）降负债、降杠杆

从“规模”向“规模＋效益”转型，在恒大20多年发展史中，绝对属于重大战略转折。即便是长期跟踪恒大的投资者，都会觉得有些突兀。为什么苦苦追求规模20年，行业老大的位子还没坐热就急流勇退？“世界第一房企”的桂冠，刚戴好照了张相，就这样匆匆传给别人了？

直到“十九大”召开后，个中缘由才露出端倪。原来，习近平总书记在“十九大”报告中提出，从现在到2020年，是全面建成小康社会的决胜期，要坚决打好防范、化解重大金融风险、精准脱贫、污染防治的三大攻坚战。其中，防范、化解重大金融风险被摆在了第一位。

具体到房地产行业，防范、化解重大金融风险，主要体现在房地产企业降负债和项目融资规范化上。房地产行业是资金密集型行业，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过去二三十年的高速发展，离不开海量资金的支持。超高速发展的房地产龙头企业，无不是快周转、高负债、高杠杆。可以说，在快周转基础上，谁能融到最多的钱，拿到最多的地，谁就能取得最快的规模增长。但是，两个方面的风险和隐患引起了决策层的关注：一是房地产企业财报上显示的负债率普遍显著高于其他行业企业；二是受利益驱使，金融系统内普遍存在各路资金层层嵌套、杠杆叠加以及违规进入房地产领域的乱象。例如，个人消费贷款实际被用来买房，银行理财产品经过多层“优先、劣后”的处理，通过“通道业务”投入房地产开发项目中。为此，“十九大”前后，政府出台了一系列治理整顿措施，以防范、化解房地产融资领域的金融风险。

许家印及管理团队认为，过去20年，恒大“高周转、高负债、高杠杆、低成本”的“三高一低”的高速发展模式已经不适合新时代的政策环境和融资环境，有必要转变为“高周转、低负债、低杠杆、低成本”的“三低一高”的平稳发展模式。主要的变化，就是高负债变为低负债、高杠杆变为低杠杆，具体措施无外乎降负债和增加净资产。

降负债主要是降有息负债。因为企业还在发展，规模还要适度增长，上下游占款等良性的无息负债肯定还会随业务规模同步增长，降低总负债规模并不现实。该降的、要降的、能降的负债，主要是有息负债。对于中国恒大来说，第一步是使有息负债增速下降，第二步是使有息负债绝对金额下降。要控制有息负债规模，主要的措施就是控制拿地支出，消耗多少土地储备、就补充多少，这样才能使净经营现金流转正，才能有多余的现金用于削减有息负债。在这一背景下，中国恒大主动放弃了与积极拿地冲规模的碧桂园争夺流量销售冠军，虽然2017年还是惯性拿了很多地，但从2018年起，大幅放慢了拿地速度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

至于增加净资产，常规手段主要是：增加利润、减少分红和回购以及增资扩股。强调“效益”，直接体现就是报表利润高速增长，但一年最多几百亿元利润，如果要坚持50%的派息比例，在股价低迷时还要回购，那每年就只有一两百亿元的净资产增加，对总资产规模超万亿元、有息负债六七千亿元的恒大来说，降杠杆速度还是太慢了。怎么办？能不能增资扩股？然而，2015年引入战投失败以及配股事故引发的股价暴跌历历在目，再在港股市场以极其低估的价格配股增资，显然是下下策。

办法总比困难多，就看你能不能想到。出乎所有人意料的是，许家印从2016年起就悄然“憋”了个大招——分拆地产业务，以重组而非IPO的方式回归A股上市，并在重组之前从内地引入战略投资者，充实资本金，快速降低地产业务的杠杆。

（二）建议重组，引入战投

2016年10月3日中午，也就是许家印在内部会议宣布“恒大地产集团成为世界第一大房地产企业”后的第3天，中国恒大忽然公告临时停牌。虽然内地人民还在享受国庆黄金周假期，但香港股市是照常开市的。随即，中国恒大发布了一份超级重磅的公告——建议重组！

公告大意是，中国恒大集团拟分拆旗下的房地产开发业务，将全资孙公司恒大地产与A股的上市公司深深房A进行重组。如果重组成功，恒大的地产主业将实现A股上市。这份公告的核心内容包括：

- 在重组前，恒大地产可以提前引入战略投资者融资300亿元。
- 对深深房及潜在战略投资者，恒大就拟分拆的地产业务做出未来3年888亿元的利润承诺。公告称，2017至2019年，恒大地产业务预期合约销售额分别约为4500亿元、5000亿元、5500亿元，预期营业收入分别约为2800亿元、3480亿元、3800亿元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

承诺的归上市公司股东扣非净利润分别约为243亿元、308亿元、337亿元。如果业绩承诺未达成，将根据《业绩承诺补偿协议》实施补偿。

- 建议重组方案需要获得以下机构批准：深深房董事会、监事会、股东大会；中国恒大董事会、股东大会；深圳市国资委；深圳市政府；商务部；中国证监会；香港联交所。
- 重组各方签订了为期7个月的排他条款。

中国恒大董事会在公告中称，建议重组可让市场更加正面、合理地评估公司的应有价值，并为本公司提供多渠道筹资平台，符合本公司的利益。

显然，中国恒大此次建议重组非常重要，如能成功，可以算作恒大上市以来在资本运作方面的头等大事，值得所有恒大股东、投行分析师乃至做空者高度重视。其中，几个问题需要重点关注。

首先，重组怎么做？根据公告可知，重组将涉及3块资产：第一块是深深房A这个“壳”，停牌前市值106亿元人民币，近似价值100亿元；第二块是恒大在重组前可以引入300亿元战投资金；第三块就是拟注入的地产业务——恒大地产。重组后，3块各占多大股份比例，主要取决于恒大地产业务的估值，先不妨假设恒大地产业务作价1600亿元人民币，这叫“投前估值”。那么，重组后，“新深深房”的“投后估值”将达到100亿+300亿+1600亿=2000亿（元）。这样，所有深深房老股东将占“新深深房”5%的股份，300亿元战投占15%，注入的恒大地产占80%，这意味着恒大地产的母公司中国恒大（HK.3333）将成为“新深深房”的控股股东，持股80%。由于中国恒大的地产主业都装进“新深深房”了，可以想象，“新深深房”以后会更名为“恒大地产”。而中国恒大，除了控股“新深深房”，还拥有100%的恒大旅游、75%的恒大健康、55%的恒腾网络、53%的恒大淘宝、100%的恒大文化、55%的嘉凯城、50%的恒大人寿、17%的盛京银行等。其中，恒大旅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

游当时主要包括中国海南海花岛和启东恒大海上威尼斯两个特大型旅游地产项目，恒大方面在10月3日下午的分析师沟通会上披露，这两个项目不参与重组。

其次，关于恒大拟分拆的地产业务估值多少，公告中并未说明，因为还要与有关各方讨价还价。但公告里做出了对恒大地产业务未来3年的业绩承诺，这是最令市场关注和震惊的，也将是该块业务估值的主要依据。据恒大方面在分析师沟通会上的澄清，公告中承诺的2017至2019年3年净利润888亿元的口径是归属上市公司股东核心净利润，相当于A股报表的归母扣非净利润。这意味着，恒大将不会使用投资物业重估、炒股收益、外汇浮盈等手段来提升业绩。假设按照2017年243亿元的承诺净利润和投后8倍市盈率估算，恒大地产的投前估值也超过1500亿元人民币，而此时中国恒大在香港上市公司的市值才600亿元人民币左右。问题是，这份“惊人”的业绩承诺能实现么？要知道，按照各大投行的预测，中国恒大未来3年的归股东核心净利润，高的年均不超过100亿元、3年不超过300亿元，低的像德银预测的那样，每年亏损16亿元、3年亏损48亿元。

最后，重组之前为什么要先引入300亿元战投资金？一是因为当前政策事实上不允许A股地产上市公司再融资，重组上市后想定向增发配股几乎不可能，因此想要融资降杠杆就必须在重组之前完成战投引入；二是因为有上市公司流通股比例不得低于10%的规定。如果不引入战投，由于深深房市值只有100亿元左右，不配套融资，则意味着重组注入的业务价值就不能超过900亿元。显然，许家印不认为恒大的地产业务只值900亿元。

三、分拆重组早有征兆

虽说恒大分拆地产业务重组深深房非常突然，但事后看，也不是毫无先兆。收购嘉凯城、夺壳廊坊发展似乎都是在做相关准备，而剥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

离农牧业务则是临门一脚。

（一）收购嘉凯城与私有化猜测

早在2016年4月24日，恒大就发布了公告，收购了A股上市公司嘉凯城（000918.SZ）52.78%的股份，合计9.52亿股，总代价36.09亿元，一跃成为控股股东。嘉凯城集团是浙江省国资委旗下的上市公司，在长三角地区从事房地产开发，历史业绩平平。早在恒大公告前，嘉凯城前三大股东曾一起就所持股份进行了公开挂牌转让。不过，根据其对受让企业严苛的条件限制，市场已经猜到接盘对象是恒大了。

这则公告之后，市场关于中国恒大（HK.3333）即将私有化退市的猜测甚嚣尘上。所谓私有化，就是上市公司大股东向所有流通小股东发起私有化要约，以一定的价格回购所有流通股份，如能获得参与表决股东人数的90%以上同意，就可以执行回购并退市了。2012年，阿里巴巴就从香港私有化退市，转道美国上市，私有化要约的回购价格与5年前的上市招股价一致。2016年，万达商业也从香港私有化退市，回A股排队IPO。阿里巴巴和万达商业为什么会相继从港交所私有化退市？主要原因是马云和王健林认为自己的企业在香港被严重低估，反映不了应有的价值，也就无法以满意的价格再融资。

有媒体认为，获得境内上市平台是恒大回A股的“准备动作”，下一步将是在香港市场进行私有化。谁都知道许家印也对恒大的股价很不满意，此刻，恒大前两年频繁大手笔回购股票看起来更像是为私有化做准备。2014年，恒大就曾以58.50亿港元回购了17.63亿股，2015年更是斥资102.99亿港元回购了19.23亿股，扣掉2015年5月配股增发的8.20亿股，恒大在这两年时间里净回购了28.66亿股。而在此之前，除许家印夫妇持股之外，中国恒大总的流通股数接近60亿股，硬是被回购了一半左右。到2016年4月时，许家印夫妇的持股比例已高达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

74.3%。花旗银行也认为，虽然恒大的红筹架构私有化很麻烦，但收购嘉凯城还是增加了私有化的可能性，毕竟万达刚刚进行了私有化。花旗预期还会有其他内房股考虑私有化。

不过，事后看来，是市场想多了。恒大从一开始就没有私有化的计划，而只是想把旗下地产业务分拆到A股通过资产重组上市。这样，香港上市的“中国恒大（3333.HK）”将变成多元化控股集团。

那么，嘉凯城和深深房是什么关系呢？坊间传言，原本由马云牵线，应杭州市政府之邀，恒大是打算把总部从广州搬迁到杭州的。但后来深圳市政府为积极引进世界500强企业，盛情邀请恒大把总部搬来深圳。最终，恒大选择把地产业务与深深房重组，而嘉凯城则成为备胎或用于日后重组恒大的旅游、院线或其他业务。传言是否属实不得而知。

（二）“夺壳”廊坊发展未遂

几乎与收购嘉凯城同时，恒大还从二级市场买入了A股另一家上市公司廊坊发展（600149.SH）5%的股份，并公告举牌。不过与嘉凯城前三大股东的“拱手相让”不同，廊坊发展的大股东则是“宁死不从”。

恒大举牌宣布入伙当上二股东后，第一大股东，持股13.34%的廊坊市控股投资集团有限公司，紧急停牌3个月。市场原本以为大股东是在和恒大磋商合作或重组事宜，但2016年7月19日廊坊发展的复牌公告令人大跌眼镜。廊坊发展宣布终止的重大资产重组的洽谈对象竟然是一家县级市小开发商，结果重组还“失败”了。显然，大股东并不欢迎恒大，停牌三个月只是缓兵之计。同时，大股东还公告了从廊坊市人民政府国有资产监督管理委员会“请来”的一份声明，称：“廊坊发展是廊坊市国有资本实际控制的唯一上市公司，市国资委将全力支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

持廊坊发展做强、做优、做大，在推进廊坊市国企改革和供给侧结构性改革中发挥主力军作用。”

显然，恒大举牌廊坊发展并未事先与第一大股东达成一致，当了一把“门口的野蛮人”。那恒大这么做的目的是什么呢？恒大在答上交所问询函中公开解释收购廊坊发展的理由：“公司充分看好未来京津冀一体化战略的实施前景，看好廊坊发展所具备的独特优势以及恒大地产入股后所可能形成的良好协同效应，并希望在入股廊坊发展后，积极与各方探索有利于上市公司发展的业务路径。”熟悉情况的人都知道，廊坊发展第一大股东手中握有大量环北京优质土地储备，市场一直预期大股东会将这些优质资产注入上市公司平台，而恒大应该是看上了这些潜在的优质资产，为了扩充自己在京津冀的土地储备，谋求与大股东进行合作。此外，也有观点认为，恒大是为旗下业务分拆回A股收集“备胎”，在嘉凯城之外做两手准备。

在廊坊发展明确表示不欢迎之后，“野蛮人”恒大并未收手，在复牌后持续吃进流通股份，7月29日第2次举牌至10%，8月7日第3次举牌至15%。与此同时，第一大股东廊坊市投资控股集团也不甘示弱，在力所能及的范围内增持股份至15.3%。

不过，虽然恒大拿下了15%的股份，仅以微弱劣势落后于第一大股东，却面临长期无法控制董事会的尴尬。原来，“智高一筹”的第一大股东早在停牌期间就谋划好了应对策略，巧妙地利用主场之利修改游戏规则，个中精彩，可供后来者借鉴。

- 7月19日，廊坊发展在宣布终止重大重组并复牌的同时，就公告了将于8月3日召开本年度第二次临时股东大会，议题只有一个，审核一项向大股东借款的关联交易议案，并宣布股权登记截止时间是7月27日。
- 7月26日晚，廊坊发展再次公告了第二次临时股东大会的议题，没有变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 7月29日，恒大宣布举牌10%，新增的5%股份为27日至29日购买。
- 7月31日晚，廊坊发展出人意料地发布公告：临时股东大会从8月3日延期到8月10日，并临时增加议题，建议增设3位职工董事并修改公司章程中改选董事的规则。虽然股东大会推迟一周，但是，股权登记日维持7月27日不变。这样，截至7月27日，恒大的持股比例大概只有7%。
- 8月10日，临时股东大会召开，参与表决的股东持股仅占30.34%。其中，临时增加的议案表决结果为64.67%赞成、35.29%反对，所有议案如期通过。

大股东利用规则临时增加的建议议案妙在何处呢？原来，廊坊发展董事会由11人组成，其中4位独立董事、7位非独立董事、此次大股东提出的临时议案是建议在7位非独立董事中，设置3位职工董事，同时提议，以后每年股东大会只能改选不超过1/3的非职工董事。这意味着：11名董事中，至少会有3名为企业员工，其余8名董事每年股东大会改选最多只能改选2人，“野蛮人”即使当上了大股东，要想控制董事会，也至少得花3年时间才能换掉6人，获得董事会多数席位。

这次临时股东大会，以第一大股东的完胜告终。但恒大方面没有善罢甘休，到10月28日，恒大又第4次举牌，增持到了20%，最终成为新的第一大股东。不过，董事会仍然牢牢控制在前大股东手中。此后，双方都未继续增持，局面就此长期僵持下去。

后来，廊坊发展由于连续两年亏损，于2017年被*ST。如果2017年还不能扭亏，将被临时摘牌退市。倘真如此，廊坊市控股投资集团和恒大将两败俱伤。而2017年前3个季度，*ST坊展仍然亏损543万元，保壳只剩最后3个月。值此千钧一发之际，掌握公司实际控制权的二股东廊坊市控股投资集团只略施财技，就轻松化危机于无形。具体细节可参考廊坊发展相关公告，本书不再赘述。纵观整个股权之争，不禁感

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

叹，野蛮人未经许可强势夺壳固然不妥，但公司实际控制人的聪明才智要是用在公司经营上，为全体股东创造价值上岂不更好？

（三）剥离农牧业务

2016年9月28日，中国恒大发布公告，集团与不同的独立第三方签订协议，向其出售矿泉水、粮油及乳制品业务的全部权益，总代价约为27亿元人民币。其中，矿泉水业务作价18亿元、粮油业务作价6亿元、乳业作价3亿元，分别出售给深圳市三维都灵汽车销售服务有限公司、深圳涞涞涞实业、深圳市明晟都灵商贸有限公司。在商标使用方面，中国恒大同意买方在维护恒大品牌、不扩大使用范围、不得转授权他方使用及造成负面影响的前提下，继续使用5年。

由于除了获得27亿元出售价款，买方还将承担相关业务的净负债约30亿元，因此公告预计中国恒大会因此项出售确认税前利润约57亿元。据估算，57亿元大体就是恒大此前3年投资农牧业务给上市公司造成的税前亏损，此次出售，相当于上市公司股东在账面上一次性收回了损失。

刚看到农牧业务出售公告时，市场反应很惊诧，砸了这么多钱进去，怎么突然就卖了呢？恒大的官方解释也令人一头雾水：“出售是出于公司的战略考虑，为使公司能更加专注于房地产及其他相关业务。出售完成后，上市公司将不再持有粮油、乳制品及矿泉水业务的任何权益。”

很快，有接近恒大的人士解答了市场的困惑：“恒大奶粉在今年上半年已扭亏为盈，但粮油和水依然亏损严重，许老板要把恒大资产在国内上市，就要先剥离掉业绩不好的业务。3家快消公司的产品、供应链和人员都不会变化。”这次剥离实际上是一次资本运作，恒大冰泉、粮油、乳业等只是从上市公司剥离出去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

几天后，当中国恒大公告拟以旗下地产业务与深深房A重组后，一切真相大白。剥离农牧业务原来是公告重组计划前的临门一脚，因为农牧业务本非直接隶属恒大集团，而是恒大地产公司的全资子公司。在地产主业重组回A股的大局面前，迟迟不能扭亏的农牧业务被“忍痛割爱”也就显得合情合理，至于若干年后能否重回恒大直属业务序列，就是后话了。

不过，新的、更大的疑问又浮出水面：恒大怎么就突然获得了深圳市国资委的垂青，把旗下深深房A这样一个干净的“壳”许配给恒大地产进行重组呢？

四、化解万科股权之争

贯穿2015、2016两年的万科控制权之争，一波三折、峰回路转、扑朔迷离、扣人心弦，堪称史诗级商战大片。万科管理层、宝能系领衔主演，华润集团、深圳地铁主演，而恒大也出人意料地受邀出演关键角色，抢了不少戏份。

（一）宝能系股灾中举牌万科A

长期以来，华润集团都是万科的第一大股东，但持股也仅在15%左右，万科股权相当分散。华润集团对以王石、郁亮为首的管理团队充分授权，双方合作比较愉快。万科的公司治理相当透明，信息披露充分，财务状况稳健，堪称A股上市公司的杰出代表，当之无愧的大蓝筹。不过，令大小股东不满的是，万科A的股价长期低迷，与万科持续增长的销售规模及利润不匹配。特别是2014年初，上一年合约销售额1708亿元、并表营业收入1354亿元、归股东净利润151亿元的万科，总市值竟然跌到700多亿元。面对低迷的股价，万科管理层没有以回购等手段积极地进行市值管理，而是由管理层通过加杠杆的资管计划不断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

增持公司的股份。明眼人看出，股价长期低估其实对正在增持股份的管理层非常有利。尽管在2015年上半年的A股杠杆牛市中，万科A的市值修复到1500亿元人民币左右，但作为销售规模增速20%左右的房地产行业一哥，静态10倍的市盈率，相对于其他行业的龙头显然还是低估的。股权分散又长期低估，难免会引来“野蛮人”敲门。

这时，慧眼识珠的“野蛮人”——宝能集团——出场了。从2015年初，宝能集团就通过旗下子公司钜盛华和前海人寿，开始在万科A频繁买卖热身。像万科这样的大盘股，平时想大举收购，势必导致股价暴涨，但宝能系耐心地等到了一个十年一遇的良机。2015年6月下旬到7月中旬，A股发生了罕见的股灾，杠杆资金不断爆仓清盘，市场一度失去流动性，千股跌停、千股停牌经常上演。随着“国家队”入场救市提供流动性，机敏的宝能系也抓住市场极度恐慌的时机突击收购万科股份。2015年7月10日，宝能系首次达到5%的举牌线，浮出水面；7月24日，宝能系二次举牌万科A，持股比例已达10%。在动辄千股跌停的股灾中，只有万科A“万绿丛中一点红”，抛出不跌的万科A，补仓或抄底其他被套或深跌的股票成为相当多万科小股东的选择。这时，市场还不清楚，宝能系买入万科是只想做财务投资者，还是觊觎万科的控制权。

8月下旬至9月底，A股大盘二度大跌，万科A的股价也从7月下旬的高点16元左右回落到12.5元，宝能系被套了。当一只股票你还没买够时，股价下跌是好事。国庆节后，宝能系又悄然开始吸纳筹码，至11月20日，第3次举牌，15%。进入12月后，宝能系忽然发力冲刺，前13个交易日里万科A竟然涨停5次。12月7日，宝能系第4次举牌，20%。12月18日中午收盘时股价已飙升到24.43元，至此，宝能系总共获得万科24.3%的股份，累计耗资约430亿元，超越华润9个百分点，成为万科新的单一最大股东。

（二）万宝之争，不可开交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2015年12月17日晚20:30，万科董事长王石公开宣战：“不欢迎宝能系成万科第一大股东！”王石在北京万科谈话表示：“不欢迎的理由很简单，你的信用不够。万科是上市公司，一旦上市，谁是万科的股东，万科是不可能逐一选择的，但谁是万科的第一大股东，万科是应该去引导的，不应该不闻不问。”王石此番表态在投资者中引起较大争议。在绝大多数万科小股东心中，正是宝能的连续收购实现了万科股票的价值，摆脱了长期低估状态，投资者此时普遍同情宝能一方，认为王石过于傲慢。

2015年12月18日早间，面对万科高管“不欢迎宝能”的表态，宝能在自家官网声明：“我们恪守法律，尊重规则，相信市场的力量。”中午，万科公告停牌，筹划重大资产重组。当晚，万科总裁郁亮表示：“在重大问题面前与王石保持一致。”至此，万宝之争摆上桌面，一场收购与反收购的大战正式打响。

王石和万科管理层最初希望前第一大股东华润能够增持，无果之后准备了第二套反击方案：通过定向增发引入深圳市国资委旗下的深圳地铁集团作为新的第一大股东。经过长达半年的停牌筹备，2016年6月18日，万科公告了“发行股份购买资产的重组预案”。该预案拟以15.88元／股的价格（定价基准日前60个交易日平均股价的93.61%），向深圳地铁集团发行28.72亿股，获取其估值456.13亿元的两个地铁上盖项目。如果此项预案获得通过，深圳地铁集团将以20.65%的股份成为新的第一大股东，宝能系此前24.3%的股份将被稀释到19.27%，退居第二大股东，华润的持股则从15.24%稀释到12.10%。几天后，宝能方面公开声明反对此项重组。在随后召开的董事会上，这个预案也被华润方面的董事意外否决，宣告流产。

不过，本已掌握主动权的宝能却在此时祭出了昏招。2016年6月26日，第一大股东宝能系提请召开临时股东大会，建议罢免以王石为首的全体董事会成员。消息一出，舆论哗然。新晋大股东竟然要赶走创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业团队！没有王石和郁亮的万科还是万科吗？在舆论的压力下，罢免一事后来也不了了之，但舆论的天平由此向万科管理层倾斜。

在万科停牌的半年多时间里，市场对宝能系收购万科的资金来源进行了深挖，发现只有少部分万科股权是使用宝能系自有资金收购，但这些股权已被质押出去再融资了。宝能系所持大部分万科股权是通过前海人寿的万能险及钜盛华的资管计划进行收购的，其中前海人寿万能险持仓成本最低，资管计划成本最高。而且，这些资管计划都包含大量配资，并设置了80%的平仓线。有媒体计算，建仓成本最高的一个资管计划的平仓线大概在16元附近。由于这一系列风险被曝光，半年来，宝能系已经难以筹集到新的杠杆资金了。一旦万科股价跌破16元引发连环平仓，必将持续下跌，其后果不堪设想。不但宝能系面临崩盘，还有可能连锁引发重大金融风险。

2016年7月4日，万科A复牌。被关了半年多的小股东已对内忧外患的万科失去信心，纷纷抛售。连续两个跌停板后，宝能系于7月6日入场增持万科至25%，第5次举牌，后来又勉力增持到25.4%，但都无济于事。7月18日，万科管理层再抛重磅炸弹，向证监会等机构举报宝能相关资管计划违法。7月20日，万科A的股价已从24.43元的高点暴跌至17元附近，而“没子弹了”的宝能系只能坐以待毙。

（三）恒大助攻深圳地铁成为万科第一大股东

万科管理层和宝能的血战，导致万科股价暴跌、宝能资管计划面临平仓。千钧一发之际，恒大应邀出场。为什么说“应邀”？这是事后倒推出来的，当时公众不明所以。

当万科A股价连续下跌到17元附近、逼近宝能资管计划平仓线后，忽然就止跌了，一股神秘的力量托住了股价。到8月4日，股价竟然放量涨停，收19.67元。盘后，万科和恒大先后宣布，恒大已持有万科已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发行股本总额的4.68%，总代价为91.1亿元。此后至11月29日，恒大累计耗资362.7亿元，持续买入14.07%的万科股份。

自从恒大入场收购万科股份被曝光后，引起了市场轰动，关于收购动机的各种猜测五花八门，不绝于耳。有人认为恒大是宝能搬来的救兵，联合宝能收购万科；有人觉得恒大对万科只是财务投资，意欲瓜分万科的利润及分红以增厚自身报表业绩，不过穆迪认为这项财务投资对恒大信用有负面影响；摩根大通则预测恒大将对万科发动杠杆收购，成为控股股东，事成后将使中国恒大的净负债率从目前的432%大幅下跌至142%。很遗憾，事后看，这些猜测全都不着边际。

尽管媒体炒得沸沸扬扬，但恒大方面对收购万科一事非常低调，只是根据相关规定例行履行信息披露义务。直到2016年12月17日，恒大总裁夏海钧在“亚太住房联盟”国际研讨会上公开表示：万科是一个非常优秀的企业，投资万科主要是看中万科的发展前景，我们无意也不会成为万科的控股股东。这次会上传出一张夏海钧和郁亮交头接耳密谈的照片，使人觉得恒大与万科关系暧昧。

2017年1月12日，国务院国有资产监督管理局委员会批准：华润股份向深圳地铁转让所持15.31%的万科股份，转让价格为22.00元／股。1月25日，双方完成过户登记。3月17日，深圳地铁集团与恒大集团签署战略合作协议，受让后者所持万科股份的表决权。这样，深圳地铁合计拥有29.38%的万科表决权，超过宝能系。2017年6月9日，恒大集团公告出让所持全部万科股份，受让方为深圳地铁集团，出让对价为292亿元，仅合18.88元／股，产生亏损约70.7亿元。6月13日，该项受让获深圳国资委批准。6月30日，万科股东大会宣布，王石不再担任万科董事长，郁亮继任。

至此，万科股权之争大戏落幕，大结局是：深圳市国资委下辖的深圳地铁成为万科第一大股东；前万科第一大股东华润转让股份、累计获利400亿元退出；第二大股东宝能系退出控制权之争，放弃进入董

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事会，成为财务投资者，但也避免了资管计划爆仓风险并浮盈数百亿元；万科创始人、优秀企业家王石光荣隐退，郁亮接班，优秀企业得以平稳运营；只有后期介入的恒大，亏损70.7亿元出局。

（四）恒大的角色与得失

从最后的大结局向前倒推，恒大介入万科与宝能的股权之争并亏损出局的一系列谜团也就解开了。从2016年7月下旬起，此前刀兵相见，意欲互置对方于死地而后快的宝能和万科管理层，忽然间就休战了，宝能停止了股权收购，万科方面也未再出大招。与此同时，恒大入场收集万科筹码。结合当时的市场传言，可以推断，不能坐视万宝之争引发金融风险的深圳市国资委甚至中央有关部门应该都适时介入了这场股权之争，并以高超的智慧制定了问题解决路径。后来的大结局，应该早在那时就已注定。

恒大，应该从一开始就是被邀请入场来破解僵局的。为完成任务，恒大方面不计成本地收购到14.07%的股份，与后来华润转让给深圳地铁的15.31%万科股份，合计29.38%，既不会触及30%的强制要约收购线，也足以超过宝能的25.4%。按照相关规定，对于股权分散的上市公司，如果某家股东持续收购到30%股份，就必须准备好充足的现金，向所有其他股东发起要约收购。

后来，恒大虽然折价转让所持万科股份，亏损70.7亿元，但这笔亏损并未被市场视为利空，因为大家已经把这笔亏损和恒大分拆地产业务与深深房A重组联系到了一起。毕竟，恒大着手收购万科股份的两个月后，就公告了与深深房A的分拆重组建议。以地产为主业的深深房A作为深圳市国资委旗下的一个很“干净”的壳，是非常适合重组恒大地产业务的。再后来，恒大集团总部从广州搬迁到深圳，深圳又多了一家世界500强企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2017年3月底，在香港举行的中国恒大业绩发布会上，在回答有关买卖万科股票亏损70亿元的问题时，许家印笑答：“哪能说做不甘心的事情呢？做的都是愉快的事情。”

2017年6月30日，第一次参加万科股东大会的时任深圳地铁董事长林茂德借机表达了对华润、恒大和宝能的感谢。谈及恒大，他说：“恒大这个企业非常有社会责任感，他在我的家乡——最贫穷落后的贵州进行了精准扶贫，让我们家乡老百姓非常感动，我也非常感动，我也向恒大退出万科股东表示感谢。”

2017年底，万科、恒大同日以底价拍下位于深圳湾黄金地段的两个相邻地块，用于建设各自的新总部。

五、市场不相信业绩承诺

（一）市场对重组反应冷漠

重大资产重组一向是A股炒作的热门题材，区别只是几个涨停板的问题。按照A股的逻辑，只要有利好预期，就先把股价炒上去再说，如果利好最终没有兑现，那就再跌回来呗。但是在“成熟”的香港股市，却不是这个玩法。如果市场不相信你描述的利好，完全可以无动于衷。中国恒大的分拆重组建议和恒大地产3年业绩承诺公告后，市场反应相当冷淡。

2016年10月3日晚，瑞信第一时间发布研报点评恒大重组建议。瑞信首先做了计算，如果300亿元战投占重组后的“新深深房”15%的股份，这意味着新深深房的估值将达到2000亿元人民币，这将是中国恒大在港股当时市值（616亿元人民币）的3倍。瑞信表示相信，在A股更加重视销售额和品牌的市场环境下，恒大应该能要求更高的估值。不过该行认为，虽然重组交易消息正面，但在重新给中国恒大估值前，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

仍然需要等待交易的具体细节披露，包括重组具体拆分哪些资产和负债，以及目标资产估值。维持“跑输大市”评级及4.1港元／股的目标价（市值约合480亿元人民币）。

10月4日，摩根大通认为，重组并没有大惊喜，但短期会对股价带来正面刺激，包括资本结构改善、出售低回报业务获利，以及在A股市场会获得较高估值。维持“减持”评级，目标价4.1港元／股（市值约合480亿元人民币），因为长远来看恒大仍要面对较大的利息开支。

同日，麦格理表示，重组交易仍然要获得深圳国资委、商务部、中证监及港交所批准，预计需时3个月以上，又预期恒大会维持高派息比率。维持“跑输大市”评级，目标价2.81港元／股（市值约合330亿元人民币）。

10月4日，复盘后的中国恒大股价虽然一度冲高12%，但随后或受几家投行看淡研报的影响，遭到抛盘的打压，最终收盘报5.67港元，涨幅收窄至8.21%。

10月5日，德银发布研报，罗列了一些公告内容，指出如果重组完成，中国恒大将变成深深房的控股公司。维持卖出评级，目标价1.97港元／股（市值约合230亿元人民币）。

由于国际大行均不相信恒大地产3年888亿元的“惊人”利润承诺，加之空头势力连续打压，中国恒大的股价随后一个月持续低迷，甚至跌到比公告建议重组方案前的5.24港元还低！

直到11月初，花旗银行才成为第一家正面评价恒大建议重组方案的外资投行。该行相信此举可令恒大的地产业务在A股在岸市场上市，有利于提高其综合估值，也为其提供新的中国在岸融资及并购平台，影响正面。因此，给予中国恒大中性评级，目标价5.8港元／股，略高于当时中国恒大的市场价。这就是成熟、发达的资本市场，一切美好的预期甚至承诺，我不相信就不算数，谁知道你能否兑现呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽管中国恒大已经在战投承诺中给出2017年2800亿元和2018年3480亿元的营收指引，但在2016年10月至2017年1月底的所有投行研报中，无论是外资的德银、美林、瑞信、摩根大通、高盛、花旗，还是内资的国泰君安香港、广发证券，对恒大2017年的营收预测都不超过1800亿元，对2018年的营收预测都不超过2300亿元。至于3年888亿元的利润承诺，更加不当一回事。

不止投行分析师，财经记者、自媒体、专业投资者中也充斥着不看好、不相信的声音。2016年12月，《证券市场周刊》发表的题为《恒大地产借壳上市时间紧迫》的文章中，作者显然对恒大地产兑现3年888亿元净利润的业绩承诺缺乏信心。他做了5种情景假设来分别测算战略投资者相应的投资回报率，这5种情景分别是完成3年888亿元利润承诺的100%、80%、60%、50%和35%，战投的预期3年累计收益率分别为137%、95%、53%、30%、-7%。在分析“恒大为什么以这么优惠的条件来引入战略投资者”时，作者认为“除了可以降低恒大高企的负债率外，更重要的原因是恒大地产可以以更高的估值借壳上市”。言外之意，为了获得更高的上市估值，恒大做出了非常具有挑战的业绩承诺。

以雪球大V“有才哥”（化名）为代表的部分投资者也不相信恒大能够完成利润承诺，他在雪球回帖中做了3点判断：一是永续债等大量负债以及亏损的项目将留在母公司中国恒大（HK.3333），不随恒大地产剥离；二是业绩承诺3年888亿元净利润口径很可能尚未扣除永续债利息；三是即便如此，还是达不到业绩承诺，最后很可能补钱了事。就在恒大公告分拆重组建议的当天，“有才哥”还建议其他投资者做空中国恒大以对冲手中其他地产股的系统性风险。

另一位雪球大V“雄鹰哥”（化名）则认为：“即使恒大实现了3年888亿元的利润承诺，只要其资产负债表的高杠杆得不到根本性改观，别人就很难给其普通股更高的估值。就现状来看，我认为给予中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国恒大300亿~700亿元的估值都是可以的。因为这个公司的大多数价值都在债权人手上，最后留给普通股所有者的只是一点点少得可怜、可有可无、极不稳定的价值，资产层面的一个小波动就可能造成普通股权益巨大的波动。”他打了个比方来说明自己的上述观点：“比如你有5元钱却借95元钱炒股，股价下跌5%，你的本金就全没了。”

此外，署名“曹三石”的消息人士在自己的微信公众号中预言：恒大借壳深深房一事，大概率成不了。

（二）无视利好继续做空

到了12月中下旬，中国恒大的空头又发动了一轮攻势，把股价从5.40港元左右硬生生地一步步压制到最低4.73港元。2016年底，中国恒大收于4.83港元（市值约合560亿元人民币），全年跌幅22.7%。

2016年之于恒大，是里程碑的一年。公司成立20周年，以3734亿元人民币的合约销售额首次问鼎行业规模冠军，并凭借2015年年报1331亿元的营业收入首次跻身财富世界500强。稍有前瞻性的人，都可预见到恒大集团2019年将会进入世界200强。规模之外，中国恒大还出手破解了万科的股权之争，并启动了分拆旗下房地产业务与A股上市公司深深房重组的计划，地产业务公开承诺未来3年888亿元扣非净利润。经营之外，为回报社会，恒大集团响应全国政协号召，第一笔投入10亿元开始了对贵州省毕节市大方县的精准扶贫，并做得有声有色。但就是这样一家蓬勃发展并承诺即将释放业绩的企业，在成熟的香港股市上竟然还被做空到550亿元人民币市值之下，不到2个月的合约销售额，不及未来3年的承诺利润！

令人费解的是，一众外资大行，全部对恒大销售夺冠、跻身世界500强、实施精准扶贫视而不见，不予提及。除花旗外，也无一家外资大行对高估值引入300亿元战投及分拆重组建议给出正面预期，典型口

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

吻皆如12月20日摩根大通的研报所述："虽然中国恒大A股借壳重组及收购万科可能短暂利好股价，但其仍受高财务负担困扰，重申'减持'评级，目标价4.4港元／股。"说到底，分析师死死咬住永续债造成的净负债率上升和归股东净利润下降不放，至于3年888亿元归股东净利润承诺？反正谁知道是不是吹牛呢？反正没兑现的我就是不信。

（三）投前估值高达1980亿元

2016年12月30日，中国恒大（HK.3333）全资孙公司恒大地产与8家战略投资者签订300亿元现金投资协议。据悉，尚有一两家国企战略投资者由于内部流程较慢，留待第二批入股，规模大约150亿元。最令中国恒大小股东兴奋的是，恒大地产业务投前估值高达1980亿元人民币，算上第二批国企战投，投后估值将达到2430亿元，与当时的万科市值相当。估值依据就是战投协议中正式做出的3年888亿元净利润承诺。按照两轮投后估值2430亿元计算，相当于2017年市盈率10倍、2018年7.9倍、2019年7.2倍。此外，协议还承诺，在该项重组完成之前，恒大地产每年须至少拿出净利润的60%分派给股东，以保障战投资金能获得超过7%的分红回报率。如果恒大地产与深深房A的重组未能在3年内即2020年1月31日之前完成，战略投资者将有权要求中国恒大集团按投资成本回购所持股权，或者额外补偿所认购的恒大地产股份的50%。

一个问题是，恒大地产投前估值1980亿元人民币，在香港上市的中国恒大投前100%拥有恒大地产，总市值却只有600亿元人民币上下，相当于中国恒大旗下其他多元化业务价值为零，地产主业还被打了3折！那这些战投资金为何要入股恒大地产，而不直接买入中国恒大流通股套利呢？即便有外汇管制的限制，但通过港股通买入中国恒大股票并无障碍。主要原因应该是受资金性质的限制。参与战投的资金规模较大，厌恶不确定风险，追求稳健回报，在意退出渠道，不愿客场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作战。而剥离出来的恒大地产业务单一，没有中国恒大旗下多元化业务的不确定性；有具体的3年业绩、分红承诺和重组成功后令人满意的投资回报率预期；有明确的退出渠道，重组成功，禁售期满后可从容退出，重组不成功，也有本金赎回承诺。此外，A股不像港股那样长期面临外资的做空，市场整体估值也较高。不过，对于资金规模小的个人或机构投资者，显然直接投资中国恒大博取套利空间是更优的选择。

恒大地产首批8家战略投资者包括中信聚恒、广田投资、华建控股（华超置业附属公司）、中融鼎兴、山东高速集团、睿灿投资、美投、广东唯美，合计取得恒大地产经扩大后股权的13.16%，而中国恒大占增资后的恒大地产的股权比例降低至86.84%。据悉，首批战投中多数为恒大供应链上的战略合作伙伴，也有山东高速这样的地方国企及一些投资基金。

需要指出的是，由于中国恒大（HK.3333）对战略投资者有3年内重组未完成回购其股份的义务，300亿元战略投资严格意义上还不能算作中国恒大合并报表的股东权益，而更近似于可转股债券。完成与深深房的重组，这批战投才能彻底转成股东权益。当然，对中国恒大孙公司恒大地产来说，战投入股之日便已视作股东权益。

随着战投协议的签订，空头的打压力度明显减弱，部分被巨大的估值差打动的资金开始入场收集中国恒大（HK.3333）的筹码。2017年一季度中国恒大的股价持续反弹，从年初的4.83港元攀升到6.40港元一带。不过，在3月28日年度业绩发布前，中国恒大的累计卖空量仍然高达5亿股，约占当时除许家印持股外流通盘36亿股的14%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第八章　2017，股价井喷

一、里程碑：花旗翻多

（一）他人笑你太疯癫，你笑他人看不穿

2017年元旦，时任花旗香港地产首席分析师的蔡金强先生给客户发了一封贺年信，信中指出："2016年代表行业的销售最高峰，2017年是行业的分水岭。中国经济曙光乍现，中国房地产从春秋迈进战国时代。"与其他大行分析师多为香港本地人士不同，蔡先生是在内地出生长大的，对内地经济及房地产的理解更接地气。或因如此，他领导的花旗团队已经连续多年被评为香港最佳地产分析师团队。

在这封信中，他解释了近几年来香港资本市场和内地房地产企业管理层为什么会互不理解。他说，当资本市场在考虑利润率、净负债率这些账面指标及房地产市场长期需求时，房企管理层考虑的却是在行业从春秋走向战国后，自己还有没有一席之地，还能不能长期生存下去。因为双方着眼点的差异，过去几年，投资者和地产商陷入了一种两不相待的局面，投资者笑地产商太疯癫，地产商笑投资者看不穿。最后，有些地产商索性不理睬短视的投资者，我行我素。蔡先生建议内地地产商管理层，不用折损尊严、刻意迎合海外投资者，没必要跑到很不喜欢自己的人那里去问为什么这么低估我，有时人家不喜欢就是不喜欢，没什么特别原因。对于很多欧美人士来说，是真的无法想象一年卖1300万套房子是什么概念。现实就是这么讽刺，当管理层对投资者的看法无所谓了，股价也许就可以了。

（二）花旗研报要点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2017年2月6日，花旗银行地产研究团队发布了一份新的中国恒大研报。令同行诧异的是，花旗竟然给出8.68港元／股的目标价，这是恒大上市以来，外资投行给出的最高目标价。与此同时，其他外资投行给中国恒大的目标价为1.97~5.50港元／股。然而这份研报中最突出内容的并非目标价的调整，而是整个分析思路和观点的大转变，并罕见地给予了中国恒大多项正面评价，具体包括以下几个方面。

（1）中国恒大2016年以3730亿元合同销售额取代万科成为行业第一，并使其2013年至2016年的复合增长率提高到55%，超过其他所有巨型开发商的同期增速。尽管市场会不屑地认为这是基于高杠杆的激进并购，但我们认为要想真正做到可没有说得那么容易。如今的房地产开发不同以往，买块地就能轻松变成销售额的时代已经过去了，现在对开发商经营管理能力、拿地时机、拿地渠道等有很高要求。我们认为，恒大在过去几年已经证明了自己拥有这些能力。

（2）我们承认以高杠杆换取高成长的战略是有争议的，这种争议从上市第一天起就伴随恒大。然而，2016年起，行业已经发生了重大变化。在政府向宏观经济输入巨量流动性以及龙头开发商普遍取得强劲销售后，控制资产负债表已经不是最主要的矛盾了，取而代之的是开发商如何补充土地储备。换句话说，资产负债表再健康，也不能保证开发商在竞争激烈的土地市场中拿到足够的优质土地。这证明恒大前几年实行超常规的杠杆拿地战略是正确的，而市场此前不这么认为。

（3）我们认为2017年恒大可以轻松完成战投承诺中4500亿元的销售额目标，我们的预测是5000亿元以上，甚至5500亿~6000亿元，并将市场份额大幅提高到5%。理由是恒大超过2亿平方米的巨大土地储备和全面的一二三四线城市布局。

（4）我们认为A股的深深房重组成功对中国恒大更像一份额外红利，实质的利好是恒大地产450亿元战投的成功引入将极大改善资产负

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

债表，其中300亿元已完成，150亿元很快将完成。如果永续债算债，恒大的净负债率将从2016年6月底的432%降至216%。

（5）财务上，我们把土地储备原值入账，升值部分没有反映在资产负债表及净负债率上。如果考虑恒大2亿平方米土地储备的3100亿元升值，在永续债算债的情况下，恒大的净负债率还将进一步大幅下降到57%的健康水平。此外，恒大土地储备的升值大幅超过额外发生的利息，而销售的快速增长将持续提高利息覆盖倍数，即销售额除以利息。

（6）恒大的实际融资成本从2013年的9.5%下降到2015年的8.5%，再到2016年的7.5%，预测2017年将进一步下降到7%。而且我们预测，恒大将逐步降低永续债余额。永续债利息的费用化而非资本化，递延了前几年恒大的报表利润。

（7）伴随销售增长，恒大地产主业的盈利能力将更有保障，主要受益于其在地价大幅上涨前的2013—2015年超前储备的土地，以及通过并购、旧改等多渠道获取较低成本土地的能力。我们预期恒大2016—2018年能够维持28%左右的毛利率水平和8%~10%的净利润率。此外，不同于其他开发商，恒大永续债利息的费用化而非资本化处理，会有助于保持未来恒大的毛利率。

（8）恒大始于2010年的多元化战略已经进入优化阶段。农牧业务的剥离将使恒大确认57亿元一次性利润，更重要的是降低了未来业绩的不确定性。恒大的多元化将更聚焦于与主业协调的业务，如保险、恒腾网络、恒大健康等。恒大所持有的万科股份最终料将转让给深圳地铁，虽然转让未必盈利，但有助于与深圳市政府建立合作关系及获取旧改项目。

看到这份研报，中国恒大的长线小股东感动得不知说什么好，就如同一名长期垫底的差生忽然被班主任当众表扬了一下。虽然这些观点本就是他们这几年坚定看多的理由，但首次被一家外资投行公开承

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

认还是一个里程碑。尽管8.68港元/股的目标价离国内战投认可的1980亿元人民币评估值也还有一倍差距，但你总不能要求花旗一步到位地把目标价从5港元多提高到15、20港元吧。

在从众现象非常严重的香港投行界，与其他大行观点相左需要冒很大的风险，一旦判断错了，分析师就可能丢掉饭碗，所以资历浅的分析师往往选择跟着大行后面人云亦云，要错也是大家一起错。有时候，你对大家都不看好的企业给出正面评价，别人甚至会怀疑你是不是收受了上市公司的好处。花旗不一样，毕竟是蝉联多年的冠军团队，有底气敢于率先与其他大行唱反调。

花旗银行之所以给出8.68港元/股的目标价，主要因为以下数据支撑。

首先，营业收入预测：2016年1824亿元、2017年2369亿元、2018年3050亿元。虽然上述数据显著低于恒大地产在战投协议中给出的2017年2800亿元、2018年3500亿元的承诺，但是对比花旗上一份研报，已经调高了50%不止。

其次，归股东核心净利润预测同样比上一份研报大幅度提高：2016年73亿元、2017年119亿元、2018年167亿元。但与恒大地产给战投承诺的2017—2019年归股东核心净利888亿元相比，仍然差距显著。

最后，花旗估算的中国恒大最新的资产净值（NAV）为14.46港元/股，8.68港元/股的目标价是打了6折的。

花旗发布研报前，中国恒大的股价是5.47港元，到2017年3月14日收盘时，已经涨到6.91港元，市值折合人民币约843亿元。相较于2016年3550亿元的权益销售额，市销率仅0.24倍，在当时的龙头房企中仍属最低。如表8.1所示，同样长期被外资投行看衰的融创中国和碧桂园的市销率也很低，而被投行追捧为模范标兵的中国海外发展、华润置地的市销率最高，因为两者的账面净负债率最低、净利润率最高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表8.1 2017年3月14日龙头房企市销率对比

上市地点	企业名称	2017年3月14日收盘市值/亿元	2016年权益销售额/亿元	市销率
港	中国恒大	843	3550	0.24
深/港	万科企业	2270	2600	0.87
港	碧桂园	1282	2350	0.55
港	中国海外发展	2400	1875	1.28
沪	保利地产	1200	1614	0.74
港	融创中国	318	1012	0.31
港	华润置地	1300	929	1.40

二、利空出尽，回购重启

（一）回购前期，驱狐赶狼

2017年3月28日，中国恒大发布了上市以来最难看的一份年度业绩：在营业收入同比增长58.8%的情况下，净利润总额仅增长1.6%，而归属上市公司股东净利润同比暴降51.3%，仅录得50.9亿元；有息负债总额高达6480亿元，账面现金3043亿元，净负债率保持在432%的行业历史高位。

这份业绩引起了雪球大V“大帅哥”（化名）强烈的不满，他管理的私募基金此时持有20%的中国恒大仓位。“大帅哥”质疑恒大账面高达3000亿元的现金为何不用来偿还高息永续债？为什么一边闲置3000亿元现金，一边向“好友”借利率高达9%的永续债（指收购香港地产商内地项目时，向郑裕彤家族发行永续债），是否涉嫌利益输送？看到年度业绩发布会的文字记录中有关许家印对小股东表达歉意的内容后，他认为许家印已经承认过去几年使用永续债拿地是个错误。次日开盘，这位基金经理立即清盘了中国恒大的股票，并宣称再跌一半也不会买回了。事后他解释说，做私募基金和个人投资不一样，应该求稳，不必追求高风险、高收益，应该更注意控制风险，对企业瑕疵的容忍度更低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3月29日上午，中国恒大的股价低开2.4%。不过，令抛出股票者感到奇怪的是，股价越卖越高，很快就翻红了。不到10点，有经验的恒大老股东就发现，历史上曾经用于回购的中信证券、海通国际的席位频频出现，大单扫货，难道“恒大式暴力回购”又重启了？老股东很快计算出当天回购最高限价6.80港元，即前5个交易日收盘均价的1.05倍。果不其然，中信和海通席位的大买单很快托在了6.80港元处。回购重启，确定无疑。

消息传开，市场上曾经参与恒大暴力回购的投机者——“狐狸们”顿时兴奋了，大量热钱蜂拥而至，纷纷抢筹，6.80港元的回购买单再难成交，所有卖单都被投机者在6.81港元之上截胡。最终，全天大涨8.93%，收于6.95港元，成交量高达2.39亿股，占除许家印持股之外的流通盘的6%以上。当天共回购3500万股，超过2亿股筹码被涌入的热钱接走。这些“狐狸”对如何揩恒大回购的油已经轻车熟路，他们只要在回购初期买入，计算好回购剩余额度，在回购临近结束时卖出，就可以白赚一大笔无风险收益。

在3月28日的业绩发布会上，有投资者公开询问中国恒大上市时在港交所报备的大股东持股上限，许家印当众回答说是77.96%。中国恒大当时总股本为137亿多股，其中许家印家族持仓101.6亿股，真正的流通盘约36亿股。“狐狸”据此不难算出，本轮回购额度大约有7.2亿股，可以注销约20%的流通盘。这还意味着，尚未回补的5亿股累计卖空危险了。而3月29日这一天，仍然有蒙在鼓里的空头卖空了1500万股。

3月30日上午9:00一过，投资者就发现，在中国恒大当天回购最高限价6.91港元处，中信等回购席位就已经挂上了2亿股巨额买单，一副任你砸盘、照单全收的架势。哈哈，这不是2015年那位回购操盘手“两亿哥”嘛！有这位强悍的“老虎”坐镇，有油不揩，枉为“狐狸”。积极抢筹的“狐狸”和意识到风险立即回补的聪明的“狼”合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

力使中国恒大股价直接以7.09港元高开，并一路掩杀，冲高至7.33港元。由于离回购价太远，十档买卖盘看不到“老虎”，“狐狸”也不敢孤军深入，股价回落至最低6.95港元，看到“两亿哥”还在那里，才继续震荡上攻。全天收盘7.01港元，成交1.1亿股，但回购因限价而零成交。“狐狸”不禁纳闷，回购都打起明牌了，怎么还有这么大量的卖盘呢？唉，命苦不能怨政府，无知确实会亏钱。

3月31日9:00，回购席位继续在最高限价挂出2亿股买单，“狐狸”继续在限价之上截杀。当天收盘7.20港元，成交量回落至5500万股，回购继续零成交。这一天，前面提到的那位在恒大发布业绩后清仓卖出的私募基金经理“大帅哥”（化名），看到这样的好机会，也顾不得“跌一半也不买回”的气话，纵身一跃，加入了“狐狸”的行列，准备揩一把油就走。

4月3日周一9:00，“两亿哥”准时上班，回购限价7.08港元。全天最低价7.18港元，收盘7.33港元，成交4900万股，回购零成交。中国恒大市值重返千亿港元大关。这天收盘后，一位雪球大V“清一山长”发帖纪念：“今日以7.27元，卖出香港账户上最后一点剩下的恒大持仓，从此与恒大作别。持有了2年多，买入价3元左右，拿了两次分红后的持仓成本是2.18元。”随着回购的展开，不少长期持有的老股东陆续将筹码交给“狐狸”，与继续坚守的战友话别。

4月4日，清明假期，休市一天。

4月5日，回购限价7.32港元，“两亿哥”忠于职守。全天最低价7.40港元，收于最高价7.65港元，成交放大至1.18亿股，回购仍然零成交。这一天，中国恒大创出复权历史最高价。从此海阔凭鱼跃，天高任鸟飞。

如此这般，“两亿哥”天天正点上班，转眼到了4月10日，第10个回购日，回购限价已经升到了8.52港元。当天的最低成交价为8.55港元，回购还是零成交。整整10个交易日，恒大每股股价大约上涨了2港

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元，回购只有第1天成交了3000多万股，可谓不战而屈人之兵。而“狐狸”则借着回购的“虎威”，杀得空头“狼群”落荒而逃，浮盈满满。股价每上涨1毛钱，5亿股累计卖空就浮亏5000万港元。

（二）“狐狸”反戈砸“老虎”

从回购手法上看，恒大操盘手就没打算以尽量低的价格吸筹，而是以推高股价为第一目标。问题是，这样推，想推到什么位置呢？能推到什么时候呢？如果参考当时碧桂园1500亿港元的市值，中国恒大对应的股价是11.5港元左右；如果参考国内战投的投前估值1980亿元人民币，假设多元化业务价值为零，则可折合每股17.4港元。最终结果究竟会怎样呢？多空双方以及旁观者都拭目以待。聪明的“狐狸”则不会想得那么远。随着获利盘的积累，“狐狸”已经在暗中博弈，随时准备脚底抹油。

该来的终究会来。4月13日一早，“两亿哥”照常在回购限价8.73港元处摆齐筹码。这一天的开盘价没有与回购限价拉开差距，仅开在8.74港元，小幅升至8.78港元就再也攻不上去了。显然，已经没有“狐狸”愿意为回购“老虎”充当马前卒了。正当此时，前述先清空又入场揩油的私募基金经理“大帅哥”果断出手，抛出手中的几百万股筹码猛砸“两亿哥”，打响了“狐狸”反戈“老虎”的“第一枪”。此举顿时引发众多“狐狸”跟风抛售，极短的时间内回购成交超过千万股。大多数“狐狸”并不十分认可中国恒大的价值，都对能以8.73港元这个相当不错的历史高点价格兑现手中筹码感到非常满意。

这时，出人意料的一幕发生了，“两亿哥”居然撤单了！这一下引发了“狐群”的恐慌，特别是进场晚的“狐狸”，总不能偷鸡不成蚀把米吧。一时间，“狐狸”竞相斩仓，挂低抛售，但下面的买单相当稀少，股价如自由落体一般暴跌，迅速跌至7.71港元。正当腿慢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的“狐狸”懊恼之际，回购“老虎”又忽然杀了个回马枪，大口大口吞吃挂着的卖单，几下就再度拉回到8.73港元的回购限价，并一度又堆上1.92亿股。不过，心有余悸的“狐狸”这次学乖了，不再心存幻想，竞相出货，很快又砸了上千万股，然后，“两亿哥”又撤单了。如此反复，当天最终收报8.28港元，跌4.39%，全天创出3.69亿股的当年成交天量。

盘后中国恒大发布公告，当日回购2.03亿股，平均价8.365港元，耗资17.36亿港元。一个交易日耗资17亿港元回购2亿股，这恐怕是中国乃至世界股市回购史上罕见的纪录了。谁敢横刀立马？气吞万里如虎！

（三）回购后期，不留一颗子弹

复活节假期之后，4月18日港股重新开市。当天收盘8.62港元，涨4.1%，全天成交1.49亿股，买盘中有9540万股是回购，卖盘中有1250万股是卖空。回购操盘手没有再让股价大幅震荡，而是让“狐狸”在满意的价位随意变现。

4月19日，中国恒大深V反转，收于历史新高8.83港元，市值1214亿港元。总成交1.29亿股中有6270万股回购，空头新增卖空1350万股。最后1小时，空头和“狐狸”在多个价位压上几百万股的卖单，均被回购轻松击溃。至此，本轮已回购近4亿股，额度还剩3亿股。

4月20日，“狐狸”跑得差不多了，空头也组织不起像样的反击，新增卖空降至888.6万股。收盘9.08港元，历史上首次突破9港元。由于当日回购最高限价9.00港元，全天成交8768万股中，回购只占1412万股。令人不解的是，是谁在大手笔买入？“狐狸”又回来了吗？不像。毕竟回购已到后半程，“狐狸”参战应该主要在前半程。随后两个交易日，股价震荡回落，回购超5000万股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

4月25日，中国恒大回购第17天，多空双方血战“钢锯岭”。全天大部分时间，股价在9.08~9.31港元之间反复拉锯9个来回，前者是历史最高收盘价，后者是当日回购最高限价。全天成交高达3.12亿股，收9.25港元，其中卖空新增2100万股，回购2.15亿股，再次刷新了4月13日创造的回购股数及金额纪录。经此一役，回购额度所剩不多，不少恒大长线小股东纷纷获利离场，或因达到目标位，或因担心回购结束后的空头反扑。

4月26日，回购“老虎”打出最后的4620.6万股“子弹”，当日空头大举反攻，全天成交2.02亿股，收盘8.70港元，大跌5.95%。

本轮回购为期18个交易日，累计回购了7.23亿股，耗资约60亿港元，回购均价8.30港元，这些股票后来于5月5日被公告注销。这次回购再次展现了恒大不做则已、做则做绝、不计成本、大开大合的风格，卡着最低公众持股比例的限制，顶格回购，多余的一股不留。

同样值得一提的是，海外对冲基金和内资空头在此战中也表现得异常英勇，在资金不占优势的情况下死战不退，坚决做空。香港证监会每周公开发布的滞后数据显示：回购开始前，截至3月24日，中国恒大累计未回补卖空4.92亿股；而到了回购结束后的4月28日，累计未回补卖空升至6.27亿股，净增加1.35亿股。也就是说，一轮回购下来，除大股东持仓之外的流通股从36亿股降至28.8亿股，累计未回补的卖空量占流通股比例从13.6%升至21.8%。空头的理由很简单，你恒大再有钱，回购额度也是会用完的，等你的“子弹”打光了，还不任由我们宰割？

回购的结束也引发了部分多头卖出避险。4月27日成交9500万股，收盘8.22港元，再跌5.52%。至5月上旬，没有回购护盘的中国恒大跌回7.50港元，回购带来的股价上涨回吐了三分之二。市场质疑许家印为何如此不计成本地回购，长线股东最终获益有限，却让“狐狸”白白揩了油全身而退，空头不但未被消灭气焰反而更加嚣张。也有投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

者表示理解，恒大那边在国内以相当于17港元的股价引进了300亿元人民币战投，稀释了股份，这边花60亿港币以8港元多的价格回购股份注销，就算贵个一两块钱，也是很划算的。还有投资者认为，恒大此轮回购的首要目的应该是推高股价，缩小与国内引入战投的估值差，不应该就此结束，应该会有后招。

（四）回购消灭了筹码，却消灭不了分歧

2017年4月份中国恒大的这轮暴力回购，不但吸引了众多“狐狸”参战，还又一次吸足了眼球，众多大V竞相发帖评论。5月2日，并不持有恒大多空仓位的雪球大V“释老毛”发表了自己的中立看法：“作为内房股龙头，中国恒大被低估是肯定的，经营是激进的，团队是狼性的，杠杆是可怕的。记住这四句话，几年内不会过时。”随后，他具体讲了恒大主要面临的三大风险，即杠杆风险、多元化风险、政治资源风险。其中，他用“极为恐怖”来形容杠杆风险，并列举了下面的数据：“2015年，恒大总负债6148亿元，其中流动负债4566.81亿元，非流动负债1582.12亿元，资产负债率为81.22%，刨去预收款也有70%多，当年光利息支出就高达195亿元。2016年，总资产1.35万亿元，负债总额1.16万亿元，永续债1130亿元，净资产800亿元，实际负债率94%。其中有息负债5300亿元，预收款1950亿元，应付款3000亿元。恒大是中国最疯狂的杠杆玩家，上千亿元的永续债在会计上都净资产化了，净资产里还有很多是公允价值，真实杠杆率不知道加了几十倍。”关于政治资源风险，他谈到了当时正在被查处的一家此前风头无两的大型保险集团，并称恒大最大的风险是政治资源风险，大于财务风险和经营风险。最后，他总结道：“港股市场不喜欢这种激进公司，所以估值压得极低，都是按破产清算价来估值的。投恒大算是风险投资，不算价值投资。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“释老毛”讲的杠杆风险、多元化风险市场都耳熟能详，所谓“政治资源风险”，则多为坊间茶余饭后的谈资，捕风捉影，或有或无，难以验证，所以上不得台面，在投行分析师的正规研报中是不会出现的。

5月4日，趁着回购后的余热，中国恒大在月度简报中释放利好，称已赎回50%永续债，金额为561.8亿元，全年将赎回70%永续债。公告同时显示，恒大4月销售额378.5亿元，销售均价10 258元／平方米。前4月累计销售额1447.8亿元，同比增长63.17%。

次日，花旗银行立即发布一份新的研究报告称：2017年将是中国恒大收获之年，同时将该公司目标价从8.68港元／股上调到10港元／股。随后，野村证券加入看多阵营，将中国恒大目标价上调至9.95港元／股；中资海通证券则将中国恒大目标价升至12.20港元／股。

不过，恒大释放的所谓利好，并非所有投行都买账。5月6日，长期坚持唱空中国恒大的摩根大通就发表了一份新研报，维持“跑输大市”评级，目标价5.20港元／股，比当时的市场价低30%，摩通给出以下三条理由。

（1）摩通称中国恒大引入战投来偿还永续债，所付出的潜在费用反而比永续债利息更高。报告称，按照恒大地产对战投的承诺协议，战略投资者将在2017年至2019年相继获得32亿元、41亿元、44亿元的分派利润，意味着赚取的收益分别达到11%、14%、15%，比当时10%的永续债还高，所以得不偿失。

（2）摩通分析师根据恒大年报里的在建面积和开发中存货的价值，简单推算出恒大存货平均成本由2015年的5600元／平方米增至2016年的7200元／平方米，并假设2017及2018年销售均价与2016年的8355元／平方米大体持平，由此推算出每平方米毛利将大降1000元，毛利率由26%跌至一半。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（3）摩通指责恒大支付给行政总裁夏海钧2.7亿元的薪酬过高，远高于万科、碧桂园以及长和等同行。称长和的利润是恒大的5倍，而夏海钧的酬金竟比长和的行政总裁高。

摩通分析师给出的三条理由令一些专业投资者啼笑皆非，并立即遭到雪球球友反驳：第一条，如果你承认战投将分得32亿元、41亿元、44亿元利润，那就意味着你承认恒大地产3年888亿元的利润承诺能实现，那你还给出5.20港元／股的目标价，对应区区580亿元人民币的市值？再者，你为什么说300亿元战投就是直接用来还永续债的呢？为什么不说恒大是用账面上原有的现金来还永续债以节省利息支出，而用300亿元战投充实权益资本以降低净负债率？另外，恒大当年之所以没有像多数同行那样广泛采用股权合作方式拿地，而是主要使用永续债，正是因为永续债的成本低于权益合作成本，当时你为何对此只字不提，只片面强调永续债会增加净负债率呢？你这不是选择执法，哪壶不开提哪壶吗？摩通的第二条理由更是被指犯了非常低级的错误，事实上，随着恒大项目布局从三四线城市回归一二线城市，销售成本上升，销售均价也是逐年大幅提升的，2017年3月和4月的销售均价已经稳定在10 000元／平方米以上了，摩通分析师居然会假设2017年销售均价与2016年大体持平。至于第三条更是无理取闹，不值一驳。

有恒大小股东甚至毫不客气地指出：能够在专业研报中这样自相矛盾、选择执法、刻舟求剑地误导读者，唯一的解释就是来自做空客户的压力太大。据披露易数据显示，中国恒大这轮回购前后，在摩根大通开户的客户持有的中国恒大仓位从2亿股锐减到1亿股，减少的1亿股不是卖出了就是借出卖空了。这些客户会觉得，我听你的建议做空了恒大，如今被套了，你就要对我负责。

三、神秘买家导演逼空行情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（一）神秘买家扫货，空头连环爆仓

回购额度用尽后，中国恒大的空头士气大振，仅用一周时间就收复了大约三分之二的失地，截至5月5日，股价收于7.57港元，而累计未回补的卖空量进一步增加到6.41亿股的天量。在花旗、野村、海通国际发表看多报告，摩通等坚持唱空后，多空双方缩量僵持了几天。

5月10日，风云突变。天发证券的席位忽然在场内大手笔扫货，气势之猛不亚于回购。全天涨4.23%，收8.14港元，成交放量到1.21亿股。披露易滞后两天的数据显示，当天天发证券净买入3900万股，并于次日转入了德意志银行的户口。

5月11日，德意志银行变身第一买家，推动股价缩量再涨2.08%。多空双方一时都蒙了，本来已经肉搏得精疲力尽，不知从哪里杀出一股生力军加入了多方阵营，胜负的天平立即倾斜。过去几年，无论是德意志银行还是德意志证券，都是恒大传统空头，其中德意志银行还因曾与许家印结怨而成为空军领袖。虽然与恒大结怨的前德银首席地产分析师此时已经离职，但接任的首席分析师只给过中国恒大中性评级，尚未发表过看多的报告。

5月12日，德银席位一大早就“架起机关枪一阵突突”，打到8.63港元后就鸣金收兵，提前过周末去了。当天，中国恒大公告，中信银行旗下基金出资108.5亿元人民币入股恒大地产10个优质项目，分别获得30%~49%的股权。与此同时，中信银行基金再通过委托贷款的方式额外提供108.5亿元零息贷款给这10个项目，用于建设开发。这10个项目有8个是深圳旧改项目，开发周期较长，占用资金数额大、时间长，另外2个是重庆和成都的在售优质项目。

5月15日，美银美林研报认为上述项目融资有助于恒大集团去杠杆，至于利润摊薄是2019年之后的事。美林称将中国恒大目标价从7.80港元提升到8.60港元，相当于2017年市盈率的6.5倍，重申“中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

性”评级。但报告同时又提示市场：“回购暂停，股价短期缺乏支持。”有趣的是，投资者好像从未看到过美林目标价为7.80港元的研报，能查到的上一份研报是年初在恒大签署首批战投300亿元之后发表的，在恒大地产业务投前估值高达1980亿元的情况下，美林当时还睁着大眼睛说“引资条件不够惊喜”，并只给出了5.20港元的目标价。

5月18日，连续两天缩量整理后，中国恒大重拾升势，涨3.82%，收8.69港元，成交量3300万股。当日，标普升中国恒大评级。

这段时间，有细心的投资者仔细查阅了披露易公布的每日券商持有中国恒大的仓位数据，发现在德银旗下客户的持仓量变化十分诡异。早在回购开始前的3月27日，德银旗下客户共持有中国恒大1.40亿股，随着回购的展开急剧下降，到4月12日只剩0.69亿股，这很正常，一半的仓位获利了结或者被借出去卖空了。与此同时，显著增仓的券商是内地牛散最爱的“盈透”，旗下客户大举增持了5000多万股，说明这是前来揩油的“狐狸”的大本营。随着4月13日“两亿哥”被“狐狸”砸开，回购进入下半场后，中国恒大的流通筹码开始被“两亿哥”的“吸星大法”吸走。截至回购结束前，持仓超过1亿股的券商中，汇丰、渣打、摩根大通、中银香港、中银国际的持仓数量都是大幅下降的，盈透更是从之前的2.34亿股大降到9500万股，花旗和摩根斯坦利是持平的，而唯独德银是大幅净买入，从6900万股回升到了1.21亿股。更为蹊跷的是，回购结束后，德银继续增仓，到5月18日时已经持有1.87亿股。关注恒大的投资者开始躁动，难道有某个在德银开户的大机构正在大举建仓中国恒大？他是谁？他要买多少？

5月19日，空头的“黑色星期五”。暴露了踪迹的德银主力突然发力，大笔扫货，全天大涨9.09%，盘中创出9.77港元的历史新高，收于9.49港元，全天成交放量到1.84亿股。

5月22日，周一，缩量再涨4.01%，收9.86港元，成交1.13亿股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

5月23日，进一步缩量整理，收9.93港元，距10港元大关一步之遥。这时，中国恒大的市值已经升到1300亿港元，但仍然只相当于中国海外发展市值的一半、万科市值的六成、碧桂园市值的四分之三，并且低于招商蛇口、华润置地等规模远不如自己的房企的市值。不过，后来的数据表明，这一天是最后一个能以个位数的价格买到中国恒大股票的交易日了。

当天，美资大行摩根士丹利（大摩）选边战队，宣布首次覆盖中国恒大，评级“增持”，并直接给出12.00港元的目标价，一出手就刷新了外资大行的最高目标价纪录。大摩预计，2016至2019年，中国恒大的净负债率会大幅下降，盈利可能保持56%的复合增长，同时可能会获得市场重估。大摩还提到，8月底的中期业绩和之后可能的重组回A，都将成为股价继续上涨的催化剂。

5月24日，中国恒大开盘10.04港元，略微回撤到10.00港元，就势如破竹地单边上涨了。10港元整数关口的突破，击穿了部分空头的心理防线，德银中的大买家又适时地火上浇油，不断大单抢筹，正式发动了逼空行情，空头就像放鞭炮一样被迫接力买入恒大股票以平掉卖空头寸，每到一个新高，就有个别空头账户因为保证金不足而被券商强平，并引发更多的空头主动认输止损。最终，中国恒大全天单边暴涨17.42%，收于11.66港元，成交1.61亿股。事后数据显示，德银当日净买入约4500万股。

5月25日和26日两天持续缩量整理，当周股价最终收于12.38港元。这一周，部分达到心理目标价的恒大老股东也陆续变现离场了，临别前不忘发帖子感谢恒大、感谢许家印、感谢空头，继续坚守的股东则欢送战友，互祝好运，一派喜气洋洋。而空头那边，则凄凄惨惨戚戚。后来根据香港证监会的滞后数据回看，截至5月26日收盘，中国恒大的累计卖空量还剩5.63亿股，比一周前的6.33亿股净减少7000万股。也就是说，考虑当周新增卖空，空头大约在这一周止损回补了将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

近1亿股，每股损失3~5港元。而剩下的5.63亿股卖空，如同待宰的羔羊，一想到那个在德银开户的神秘买家，就不禁心头一凛。当时市场上有传言说那个神秘买家是北欧某国的主权基金，倘真如此，够空头喝一壶的。

（二）复仇5·29

5月29日，曾经是一个令恒大小股东刻骨铭心的“灾难日”，也是恒大空头的“狂欢节”。两年前的这一天，由于“配股事故”，当时尚未更名的恒大地产暴挫了26.92%，股价从6.91港元一直跌到5.05港元！当日空头一边动用媒体造谣恒大配股失败制造恐慌，通过臆测恒大配股及高分红的动机来挑拨许家印和小股东的关系，一边大举卖空超过1亿股。那一役，空头少说获利两三亿港元。

两年之后，世易时移，空头的“狂欢节”变成了“灾难日”，多头的“灾难日”变成了“狂欢节”。中国恒大股价单日暴涨22.78%，从12.38港元一路飙到15.20港元，成交3.14亿股。盘中空头再现连环暴仓、相互踩踏的现象，噼噼啪啪，震耳欲聋。以5亿股累计卖空计，所有空头单日浮亏超过10亿港元。

是巧合，还是多头主力有意报复？多名恒大长线股东注意到的一个现象，或许能够证明这是一次有预谋的复仇。数月前，雪球上有人注册了一个新用户，取名“五月二十九”。此马甲在回购前后只在恒大吧时不时发出一些引人注目的简短预言，并禁止其他用户评论，不与任何人互粉。后来人们发现，这些预言比较灵验，关注他的人越来越多。5月29日这天开盘前，他还故意提及了两年前的往事，勾起了恒大股东对历史的回忆。但收盘后，此马甲忽然删掉所有发帖，人间蒸发了。于是恒大股东纷纷猜测，此马甲可能与恒大回购操盘手或者德银神秘买家的操盘手有某种关系？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这一周的随后几个交易日。股价在14~15港元之间震荡整理，成交量逐日减半，到周末收于14.28港元。后来“打扫战场”时发现，中国恒大的累计卖空已经下降到4.87亿股，较一周前净减少7600万股。面对隐藏在德银中的神秘而强大的对手，投降还是抵抗，是每一个坚守的空头睡梦中都在纠结的难题。而对于那些早早就止损的空头来说，则一边倍感庆幸一边冷汗直冒。要知道，卖空这桩买卖，赚钱是有限的，亏钱上不封顶。例如你7元卖空恒大，就算股价跌到0元，你最多就是一股赚7元，但如果股价涨到100元，那你每股要亏损93元。

6月5日，又是一个空头的黑色星期一，中国恒大再创历史新高15.98港元，收15.90港元，全天放量上涨11.34%。随后4个交易日在空头回补的支撑下高位盘整，周内最高点17.66港元，收16.64港元。这周空头净回补了3400万股，累计卖空进一步下降到4.53亿股。

此后3周，空头终于得到了喘息的机会，神秘买家没有再发动新的攻势，股价回落调整，最低至13.50港元，较高点17.66港元回调23.56%，月末收于14.02港元，而累计卖空下降到4.42亿股。部分长线股东认为累计涨幅过大，选择获利了结。

（三）二期战投400亿元

2017年6月13日，中国恒大公告披露：5月31日，中国恒大全资子公司恒大地产又与13家战略投资者签订了第二批投资协议。大大出乎市场预料的是，第二批战投合计高达400亿元，远超市场之前预期的150亿元。第二轮战投名单中最引人注目的是投资55亿元的深业集团，而深业集团是深圳市人民政府全资所有、深圳市国资委直管的大型综合性企业集团。有媒体把深圳市政府带头支持并参与恒大地产引入战投与恒大集团总部迁入深圳、恒大在万科股权之争中助攻深圳地铁成为第一大股东等事件联系在一起，并认为此项合作有助于带动其他投资基金和供应商踊跃入股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二轮战投的投前估值维持半年前的水平不变，没有重估调升，还是2280亿元，投后估值增加400亿元至2680亿元。这样，前两轮战投合计持有恒大地产增资扩股后26.12%的股权，中国恒大对恒大地产的持股进一步稀释到73.88%。3年888亿元的净利润承诺也保持不变，仅小幅提高了派息比例，以保持在重组完成之前，战投不少于7%的分红收益率。

6月28日，中国恒大发布一则修订公告，称重组如果不能在3年内完成，中国恒大对战略投资者所投股份的回购义务将转移给许家印个人承担。这样做的好处是，对中国恒大（HK.3333）来说，由于没有回购义务，前两批700亿元战投就可以算成所有者权益，无须再按可转债看待。于是，中国恒大2017年中期业绩报告的净资产负债率将显著下降。

四、年度涨幅458%雄冠港股

（一）原来是“大刘”

2017年7月4日，千呼万唤的神秘买家终于露出真面目，香港上市公司华人置业集团（HK.0127）自愿公布：以总代价69亿港元从公开市场累计买到了5.80亿股中国恒大股份，占其已发行总股本的4.43%。

华人置业的老板不是别人，正是叱咤风云的香港大亨刘銮雄，人称“大刘”。刘銮雄的信条是：“对别人好点，不会吃亏。”做生意时，他也这样。熟悉的人称，大刘有时候不太看重投资回报，更讲究“有钱齐齐揾，有难齐齐当”，意思是有钱一起挣，有难一起担。

2008年，恒大地产上市不成遭遇现金流危机，许家印到香港求助郑裕彤家族时，经常与几位富豪一起打锄大地，其中就有刘銮雄。2009年恒大地产上市前夕，他便和郑裕彤、张松桥一起，成为恒大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基础投资者。2010年初，他两次认购恒大发行的企业债券，总额高达7.5亿美元。2011年，他旗下的华人置业又以5亿美元购得恒大在江苏启东项目49%的股权。两年间，仅股票和债券，刘銮雄投资恒大的总金额就接近50亿元人民币。

2012年9月，华人置业因资金周转需要，把江苏启东这个项目49%的股权原价转手给日本一家投资基金，这时，启东项目一期刚刚开盘。后来直到2013年12月，恒大才以5.5亿美元的代价从日本投资基金手中赎回这些股份。整个三方交易，跨时两年半，表面看相当于项目股权合作，实际上更像一次抵押借款，这笔融资对当时资金紧张的恒大帮助很大。表面上看，恒大仅付出10%的利息成本，占了大便宜，而刘銮雄则像是义务帮忙了。后来，这个启东恒大海上威尼斯项目销售非常火爆，大获成功。

2015年之后，恒大地产的业务蒸蒸日上，而刘銮雄则因身体欠佳，开始着手收缩内地业务，双方开始了反向交易。2015年7月，恒大斥资65亿港元收购华人置业在成都的华置西锦城、华置都汇华庭、华置广场3个住宅和商业办公楼项目及一笔私募基金。10月，恒大再以70亿港元的总代价收购重庆江北区御龙天峰商住项目的全部股权，华人置业在这个项目中拥有25%的股份。11月12日，恒大又以总代价125亿港元向华人置业收购位于香港湾仔的美国万通大厦，创香港近年最大一笔写字楼整体收购纪录。这笔看起来有些昂贵的交易被一些投资者认为是许家印对刘銮雄“投桃报李”，不过该笔交易采用6年分期付款，并不会对恒大的现金流带来太大压力。

由于有多年的合作基础，刘銮雄对许家印和恒大地产应该是非常了解和信任的，他显然不会理会投行及媒体对恒大的那些耸听危言。通过上述反向交易套现大笔现金后，当时一度被传言病危、每周洗肾三四次的刘銮雄自然会考虑资产处置和再投资的问题。2016年底成功做了换肾手术后，刘銮雄的健康状况明显好转。在2017年4月份一次接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

受采访时，记者问他可想再创事业高峰？大刘坦言：“我不知道，我也不敢说，因为健康才是第一；第二，我现在用多点时间陪家里人，多过我去揾钱。因为无论我多挣多少，或者我少挣多少，我都不会去用了。”大约一个月后，66岁的大刘竟然又使妻子怀孕了。而与此同时，华人置业正在暗中大笔吸纳中国恒大的股票。也许，刘銮雄觉得，与其自己再花精力赚钱，不如投资年富力强的许家印省心省力，事半功倍。

2017年7月19日午间，华人置业刊发公告，称以总代价81亿港元从公开市场累计买到了6.55亿股中国恒大股份，占其已发行总股本的5.00%，正式举牌。举牌后，按照交易所要求，持股每上下变动1%，都必须公告。

令空头绝望的是，举牌后，刘銮雄买入中国恒大的脚步并未停下。7月26日，中国恒大暴涨18.08%，首次突破20港元整数关口，收20.90港元，全天成交1.52亿股。7月27日，再接再厉，涨13.88%，收23.80港元，成交1.81亿股。事实上，扣除许家印夫妇和刘銮雄的持股，当时中国恒大的流通股只有20亿股出头，每天的换手率还是相当高的。此外，截至7月28日，中国恒大累计卖空3.40亿股，比6月底再减少1.02亿股，这意味着空头净买入了1.02亿股，对股价在1个月时间内再涨50%多是有推动作用的。

2017年8月中上旬，中国恒大股价回撤到18.50港元一带企稳整理，每天的成交量降至2000万股以下。8月21日则重新放量上攻以迎接中期业绩发布，单日暴涨17.90%，收22.00港元。

（二）中期业绩成为压垮空头的最后一根稻草

8月28日，中国恒大发布了史上最为靓丽的中期业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

损益表方面：2017年上半年结算收入1880亿元，同比增长114.8%；毛利率高达35.8%，远超上年同期的28.3%；核心净利润总额273亿元，同比增长249.6%；归股东净利润188.3亿元，同比增长833.6%。当然，同比过高的增长率往往是因为上年同期业绩较差、基数较低。不过，从营收、毛利、净利润的绝对额来说，各项指标无不大幅甚至成倍超出一年前各大投行的预测值，让脸皮较薄的分析师感到脸上火辣。大超预期的业绩使市场相信，许家印对战投3年888亿元的利润承诺绝非吹牛，而且很有可能超额完成。

资产负债表方面：截至2016年底的1129亿元永续债，半年时间被全部还清，合并报表净负债率从2016年底的432%（永续债算债）下降到2017年6月底的240%。在业绩发布会上，夏海钧博士还对资本市场做出了未来3年中国恒大降低净负债率的承诺：到2018年6月底，净负债率降至140%左右；到2019年6月底，净负债率降至100%左右；到2020年6月底，净负债率降至70%左右并长期维持。

此外，在被问及恒大地产与深深房重组进展时，夏海钧出人意料地地宣布：由于社会资金积极踊跃，恒大地产正在引入第三批战投，预计规模300亿~500亿元，估值将比前两期有所提升。

业绩公布后第二天，大刘“火上浇油”，中国恒大股价再涨11.84%，突破25.00港元关口，收25.50港元，全天成交1.61亿股。当晚，华人置业公告：已持有中国恒大股份7.66亿股，占已发行股份的5.83%；同时，刘銮雄夫人陈凯韵也以个人名义买入了3500万股中国恒大股票，占0.27%。两相合计，已达6.10%。

亲眼看到恒大靓丽的业绩后，一些空头大为震惊。按照海外机构投资者的习惯，不见兔子不撒鹰，不见棺材不落泪，任你吹得天花乱坠，我只认审计过的财报。事已至此，部分空头愿赌服输，果断缴械投降。从8月25日到9月1日这一周，空头净回补中国恒大8500万股，累计卖空余量从3.17亿股大降至2.32亿股的相对低位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

9月21日，中国恒大股价收30.40港元，首次突破30港元整数关口。10月3日，华人置业公告披露，持有中国恒大股份比例达到6.00%；而刘銮雄夫人陈凯韵的持股比例也从0.27%增加到0.76%。10月19日，华人置业与陈凯韵合计持股比例达到7.00%。

事后看，中国恒大股价于10月25日盘中达到阶段性高点32.50港元，与2016年底的收盘价4.83港元相比，最大涨幅高达573%。到2017年底的收盘价是26.95港元，年度涨幅458%，高居香港股市年度涨幅榜第一。而且这一年，中国恒大股价的暴发，也带动了整个内房板块的估值修复，其中融创中国全年涨幅414%、碧桂园涨253%、雅居乐集团涨229%……不翻倍都不好意思说自己是内房股。

（三）三期战投600亿元

按照最初恒大地产与深深房A的重组计划，只需引入300亿元战投，就既能满足重组后公众持股不低于10%的要求，也能显著降低恒大地产的净负债率。然而令所有小股东甚至连许家印都始料未及的是：由于社会资金的积极参与，最终前后三轮一共引入1300亿元的战投，不但极大地降低了恒大的净资产负债率、增厚了净资产，也较大幅度地摊薄了中国恒大的股东权益。作为一家民营企业，1300亿元的天量股权融资，史无前例。

2017年11月6日，中国恒大（03333.HK）公告称，恒大地产第三轮战略投资者增资协议签署，新引入资金600亿元，金额之大又一次超出了市场预期。而且，第三轮战投名单中亮点颇多。其中，新晋世界500强苏宁电器集团一次性投资200亿元，让人联想起一个半月前，许家印亲自拜访苏宁集团总部时与张近东喝交杯酒的画面。此外，第一轮已投资了30亿元的地方国企山东高速集团追加投资200亿元，合计230亿元；老牌世界500强深圳正威集团投资50亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

与前两轮投后估值2680亿元相比，第三轮战投投前估值提升到了3651.9亿元，这意味着前两轮战投在不到一年的时间里已经升值了36.3%。估值提高的主要依据是大幅增长的净资产价值（NAV），而NAV的提高来自一年来新购土地储备的贡献和原有土地储备升值。与此同时，恒大方面对战略投资者的业绩承诺也大幅提高，2018至2020年，恒大地产给出了3年归母扣非净利润1650亿元的新承诺。如表8.2所示，对比此前2017至2019年3年合计888亿元的净利润承诺，新承诺除保持2017年的243亿元不变外，将2018年的308亿元提高到500亿元，将2019年的337亿元提高到550亿元，并新增2020年净利润承诺600亿元，2017至2020年4年合计1893亿元。

表8.2　中国恒大对三轮战投的业绩承诺　　亿元

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	合计
对第一、二轮战投的净利润承诺	243	308	337		888
对第三轮战投的净利润承诺	243	500	550	600	1893

至此，恒大地产通过三轮战略投资总计引入1300亿元，投后估值提升至4251.9亿元，中国恒大（HK.3333）持有的恒大地产的股权进一步摊薄至63.46%。在主要战略投资者中，山东高速占5.67%，苏宁电器集团占4.70%，深圳市政府全资控股企业深业集团占1.76%。

五、大幅超额完成业绩承诺

（一）百亿损失谁负责？

截至2017年12月29日，中国恒大累计卖空降至2.02亿股，相较于4月底回购结束时的6.27亿股峰值，减少了4.25亿股。有投资者估算，2017年，已回补的空头大约损失了60亿港元，未回补的空头浮亏约40亿港元，两块合计大约100亿港元，远超恒大上市以来空头累计卖空获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

利总和。辛辛苦苦做空多年，到头来竹篮打水一场空，偷鸡不成蚀把米，赔了夫人又折兵。

数年来，恒大的做空者主要是海外对冲基金。他们远离中国，客场作战，没有太多时间、精力进行一手深入调研，决策依据主要是外资大行那些出自名校高才生之手的研究报告。然而这一次，令他们非常不解的是，一众外资大行分析师为何会对以中国恒大、融创中国、碧桂园为代表的民营内房股集体误判？又为何错得如此离谱，对业绩变化毫无前瞻性？

回顾历史，2016年10月，内房板块发生了两件大事，本应足以引起空头的警觉。一是月初的中国恒大公告建议重组，公开对未来三年营收和利润做出数倍于投行预测值的承诺；二是下半月，融创中国董事长孙宏斌从银行借了28亿港元，以比市场价高出18.85%的价格认购公司4.53亿股新股。再后来，中国恒大旗下地产业务在内地引入300元亿首期战投的投前估值高达1980亿元，是其母公司市值的3倍。就在这种情况下，众多外资投行地产分析师仍然表现得麻木不仁、无动于衷，一如既往地唱空并建议客户做空，最终给客户酿成数以百亿港元计的巨额损失。而另一边，借钱增持的孙宏斌一举浮盈百亿港元，大举买入中国恒大的刘銮雄浮盈百亿港元，长期坚守恒大、融创等内房股的小股东们获利上千亿港元。

给客户造成这么大的损失，那些常年唱空内房股的投行地产分析师自然难辞其咎，有些人甚至没有改正错误的机会了。算上3月份就走马换将的德银，2017年下半年，瑞信、瑞银等多家香港外资大行撤换了首席地产分析师。接手的新人则迅速甩掉了前任的包袱，大幅调升内房股目标价。例如12月2日，新上任的瑞信地产行业分析师将中国恒大的评级由“跑输大市”升至“中性”，目标价从8.60港元／股直升至29.80港元／股。他同时把融创中国的目标价由10.00港元／股调升至37.90港元／股，而他的前任两个月前才刚把融创中国的目标价从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3.40港元／股调到10.00港元／股。几天后，新上任的瑞银首席地产分析师也将中国恒大的目标价调整到24.36港元／股。

到2017年底，所有中外投行都把中国恒大的目标价调整到20~33港元／股，同时，融创中国、碧桂园等内房龙头股的目标价也被成倍提高。经历整个内房股暴涨过程的投资者不禁要问，到底是投行目标价牵引股价，还是股价牵引投行目标价？或许答案还是格雷厄姆那句老话：“股票市场短期是投票机，长期是称重器。”即长期由企业的业绩基本面决定，短期就看多空双方谁的钱更多。恒大从上市到2016年，都是空头的钱更多，而2017年的恒大，显然是多头的钱更多。

即便到了2018年，刘銮雄对中国恒大的增持并未停止。2018年4月4日，华人置业和陈凯韵分别持股6.5%和1.5%，合计达到8%。2018年8月23日，两者合计持股又达到9%，其中华人置业6.57%，陈凯韵2.43%。华人置业和陈凯韵对中国恒大的合计持股应该不会超过10%，因为一旦达到10%，就不会被视为公众持股了，那样中国恒大的公众持股比例就达不到交易所规定的最低要求了。此外，一旦两者开始减持中国恒大股票，低于9%后就必须公告。

每每被问及为何投资中国恒大股票，以及打算持有多久的问题，陈凯韵都表示十分看好恒大的经营前景，满意其丰厚派息，如果将来股价能升到满意的位置，也不排除减持卖出。

（二）2017年大幅超额完成业绩承诺

2017年年报：中国恒大实现并表营业收入3110.2亿元，同比增长47.1%；毛利率36.0%，位居行业前列，同比提高8个百分点；并表核心净利润总额405.1亿元，同比增长94.7%；核心净利润率13.0%，创公司历史新高；含非经常性损益的净利润总额370.5亿元，同比增长110.3%；归母净利润243.7亿元，同比增长378.8%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

需要指出的是，这里的归母净利润243.7亿元，与对战投承诺的2017年“恒大地产归母扣非净利润243亿元”并非同一口径。因为引入战投后，中国恒大（HK.3333）只占恒大地产63.7%的股份。与战投承诺最为接近的净利润口径是中国恒大的并表核心净利润405.1亿元，差异只包括中国恒大多元化业务损益，以及除战投外归其他少数股东的净利润，合计影响不超过10%。也就是说，2017年，恒大差不多超额50%完成了对战投的利润承诺。

由于1300亿元战投的引入，以及约400亿元的净利润释放，中国恒大的账面净资产总额从2016年6月底的660亿元（永续债算债）迅速增加到2017年底的2422亿元。账面净资产的大幅增长直接加大了分母，使得中国恒大截至2017年底的净负债率进一步下降到183.7%。

（三）2018年荣登行业利润、纳税榜首

如果只是一年超额完成业绩承诺，第二年就不行了，那空头可以喊冤并伺机报复。而当中国恒大2018年的年度业绩发布后，空头应该可以心服口服了，那100亿港元，输得不冤。

2018年全年，中国恒大并表营业收入4662.0亿元，同比增长49.9%，行业第一；毛利率保持36.2%高位，在龙头房企中仅次于中国海外发展；并表核心净利润总额783.2亿元，同比大增93.3%，大幅领先同业；归母净利润373.9亿元，同比增长53.4%，与中国海外发展、碧桂园、万科同处第一集团。龙头房企2018年利润指标如表8.3所示。

表8.3　2018年主要房企利润榜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

排名	公司简称	核心/扣非净利润总额(并表口径)/亿元	归母净利润/亿元
1	中国恒大	783.2	373.9
2	万科	492.7	337.7
3	碧桂园	480.5	346.2
4	中国海外发展	330.7	381.7
5	保利地产	261.5	189.0
6	融创中国	222.8	165.7

与恒大对三期战投承诺的2018年归母扣非净利润500亿元相比，与之最接近的并表核心净利润总额口径，实际完成783.2亿元，再次超额50%以上。而且在2019年3月26日举行的中国恒大2018年年度业绩发布会上，许家印很有信心地表示：起码未来5年，恒大的各项（年度）经营指标不可能下降，除了净负债率。这意味着大幅、超额完成对战投的业绩承诺把握很大。

在所得税方面，中国恒大2018年纳税602.2亿元，同比增长49%，绝对金额遥遥领先同行（见表8.4）。房地产行业的所得税主要包括两方面：企业所得税和土地增值税。其中，土地增值税是房地产行业特有的税种，采用类似个人所得税的累进税制，在本书下篇中会有较为详细的介绍。

表8.4　2018年中国主要房企纳税排行榜　　亿元

排名	公司简称	企业所得税及土地增值税(并表口径)
1	中国恒大	602.2
2	万科	378.0
3	碧桂园	310.2
4	华润置地	244.5
5	保利地产	228.9
6	中国海外发展	221.1
7	龙湖集团	165.9
8	融创中国	112.2
9	雅居乐集团	110.4
10	世茂房地产	103.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

需要说明的是，由于中国恒大和中国海外发展这两家房企几乎所有项目都绝对控股，因此合并报表口径更能充分地反映其营业收入、核心净利润总额、纳税总额这些指标。而万科、保利、碧桂园、融创皆有一些小股操盘的项目没有并表，导致相关指标略有低估。不过，无论怎样，中国恒大都会是2018年营业收入、核心净利润总额、净利润总额、所得税总额当仁不让的行业冠军。此外，在归母净利润口径下，中国恒大之所以以微弱劣势屈居中国海外发展之后，排名第二，一是由于恒大的战投不分摊汇率变动产生的几十亿元浮亏，二是因为中国海外发展计入了较多的投资物业公平值收益。

资产负债表方面，2018年底，中国恒大的有息负债总额自上市以来首次下降，净负债率也从一年前的184%进一步下降到152%。其实在2018年6月底，该指标本已下降到127%，由于下半年连续收购新能源汽车相关资产而有所反弹。许家印表示，恒大将继续按照承诺将净负债率降到行业平均水平之下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第九章　多元发展，时代担当

一、精准扶贫（下）：饮水思源，不忘初心

（一）流水的首富，铁打的首善

随着2017年中国恒大股价暴涨，持股比例接近78%的许家印身家倍增。从2017年9月起，中国首富就在马化腾、马云和许家印3人之间轮转，而前首富万达集团王健林则在万达商业退市后身家缩水，暂时退居第4。胡润、福布斯等富豪榜排名主要依据上榜者所持公司股票的市值，也包括累计分红等其他已知的资产。其实早在2009年上市时，许家印就曾经当过几天首富，只是由于后来股价低迷而与榜首渐行渐远。

近些年来，中国首富主要产生在科技互联网行业和房地产行业，主要因为这两个行业都是以民营企业为主的大行业。其中，科技互联网行业因为受到资本市场追捧，动辄享受三五十倍的市盈率，所以腾讯、阿里巴巴的总市值是中国恒大、万达、碧桂园等民营地产龙头企业的十几倍。但科技互联网企业往往股权分散，企业家个人持股比例不高，只是通过AB股制度掌握公司的控制权，而民营房地产企业往往由企业家个人绝对控股，这也是许家印、王健林能和马化腾、马云在富豪榜上一争高低的原因。

虽然中国首富近几年走马灯般地轮换，但在中国慈善榜上，许家印当仁不让、一枝独秀、遥遥领先。以2018年为例，“界面”中国慈善企业家榜披露，许家印以40.7亿元现金捐赠位居榜首，超过第2至6名的总和，如表9.1所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表9.1　2019年界面中国慈善企业家榜

排名	实控人/董事长	公司简称	2018年现金/股权捐赠/人民币元
1	许家印	恒大集团	40.7亿
2	马化腾	腾讯	10.8亿
3	杨国强家族	碧桂园	10.1亿
4	李彦宏夫妇	百度	7.6亿
5	黄朝阳	中骏集团	5.0亿
6	陈发树	新华都	5.0亿

在中国恒大历年的年报中，细心的投资者会发现，在行政开支明细中，都有一项“慈善捐款”。上市以来，恒大集团历年的慈善捐款金额见表9.2。虽然许家印把足球也看作一项公益事业，但在足球上投入的资金并不列入慈善捐款。另外，许家印绝大部分慈善捐款都是以恒大集团名义进行的，因此也有上市公司其他小股东的一份，恒大的长线小股东对公司的善举非常支持。有人计算，如果你持有万分之一的中国恒大股份，如果恒大集团每年捐款40亿元，摊到你头上就是40万元，自豪感油然而生。

表9.2　恒大集团历年慈善捐款金额　　亿元

年份	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
捐款金额	0.5	2.0	1.7	2.6	3.1	2.5	16.1	41.8	37.9

（二）4年追加80亿元帮扶毕节全市

在2017年的41.8亿元慈善捐款中，有30亿元投到了贵州省毕节市的精准扶贫事业中。从2015年12月开始，恒大集团开始结对帮扶毕节市下辖的大方县，计划用3年时间投入30亿元帮助18万贫困人口精准脱贫。经过将近一年半的实践，到2017年5月时，已经取得了较为丰硕的成果，并探索出一整套切实可行的精准扶贫思路和方法。于是，以许家印为首的恒大管理团队决定将帮扶范围扩大到整个毕节市7县3区，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

帮助近百万人在2020年底前实现稳定脱贫。为此，恒大集团拟4年追加80亿元资金，并增派1800多名员工投入扶贫前线。

2017年5月14日，在恒大集团帮扶乌蒙山区扶贫干部出征壮行大会上，许家印动情地发表了长篇讲话，全文如下。

各级领导、同志们:

今天，我们在这里隆重召开“恒大集团帮扶乌蒙山区扶贫干部出征壮行大会”。在座的321名扶贫干部，是我们从集团系统6000多名干部中选拔出来的最优秀的各级领导。再过两个小时，你们将奔赴贵州毕节市恒大乌蒙山区扶贫前线。

乌蒙山区是我们国家最大的、最穷的、贫困人口最多的集中连片特困山区，毕节市是乌蒙山区的贫中之贫、困中之困。

2015年12月，我们在全国政协的鼓励支持下，开始结对帮扶毕节市大方县。当时，我们立即成立了由集团公司副总裁任主任的扶贫办，选派了287人的专职扶贫团队常驻大方，展开脱贫会战。3年无偿投入30亿元，通过产业扶贫、搬迁扶贫、就业扶贫、教育扶贫等一揽子措施，已经实现8万多贫困人口初步脱贫，确保到2018年底实现18万贫困人口全部稳定脱贫。

在产业扶贫方面，我们已经为大方捐建了190多个肉牛养殖基地、20多个蔬菜育苗中心、8300多栋蔬菜大棚、9万多亩蔬菜大田基地、8万多亩中药材及经果林基地。同时，我们为大方引进了43家上下游龙头企业。为大方捐建的50个新农村、11所小学、13所幼儿园、1个奢香古镇，还有完全中学、职业技术学院、慈善医院、敬老院、儿童福利院等103个重点扶贫项目，大部分已竣工交付，到下个月底就全部交付使用了。

现在，除帮扶大方县外，我们又承担了毕节市其他6县3区的帮扶工作，也就是说，恒大从现在开始帮扶整个毕节市。毕节市总共有7县

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3区、1000多万总人口，还有92.47万贫困人口，脱贫攻坚的任务非常繁重。我们初步预算需要再无偿投入80亿元，加上大方的30亿元，总共需要无偿投入110亿元的扶贫资金。

5年无偿投入110亿元对恒大来说不是一件难事，最难的是要派一支能吃苦耐劳、能奉献、能打硬仗、能出思路、能出管理、能出办法、能出技术、能激发当地干部群众内生动力的优秀扶贫团队。所以，集团董事局决定，选派321名常驻县、乡的各级扶贫领导干部，选派1500名驻村的扶贫队员，和大方287人的扶贫团队会师，形成2100多人的扶贫大军。我们2100多人的扶贫大军，要决战乌蒙山区扶贫前线，确保到2020年帮扶毕节100多万贫困人口全部稳定脱贫。

对于贫困，我有深刻的体会。我出生在河南豫东一个最穷的地方。我一岁零三个月的时候，母亲得病，没钱看病，没地方看病，就这样走了，我就成了半个孤儿。从小到大，吃的是地瓜、地瓜面，穿的盖的补丁摞补丁。读小学的时候，村里面有几间破草房，课桌是用泥巴糊的长条的台子。下雨天外面下大雨里面下小雨。读中学的时候，离家比较远，每星期背个筐去学校，筐里面装的是红薯和红薯面做的窝窝头，再加一个瓶子，瓶子里装的是盐、一点葱花和几滴小磨油，这就是一周的口粮。一日三餐，每餐吃一个地瓜和一个窝窝头，喝一碗盐水。到了夏天，天很热，窝窝头放半天就长毛，洗洗再吃。1976年高中毕业，我想去砖瓦厂找份工作，搬搬砖头，都找不到。就在这个时候，国家恢复了高考。当时，我的最大目标、最大愿望是什么？就是走出农村，找份工作，能够吃上白面。所以说在这个时候，国家恢复高考，我考上了大学。考上大学没有钱读书，没有钱吃饭，依靠每个月国家给予的14元助学金，读完了大学。1982年大学毕业，在国企工作了10年。1992年到深圳找工作，在民企打工了5年。1996年趁着国家改革开放的机会，成立了恒大。从零开始，七八个人，发展到今天的恒大，9万员工，总资产1.35万亿元，年销售规模5000亿元，年税后净利润三四百亿元的世界500强企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

没有国家的恢复高考，我还在农村；没有国家给的14元助学金，我也读不了大学；没有国家的改革开放，恒大也没有今天。恒大的一切都是党给的、国家给的、社会给的。我们应该去承担社会责任，我们应该回报社会，我们必须回报社会。这不是空话，也不是虚话，这是我的心里话。

我们帮扶毕节市，这是我们回报社会的最好平台，也是我们回报社会的最好机会。乌蒙山区，几乎是山连山、山环山。在这深山老林里面住的老百姓，没有路、没有水、没有地，几公里的山沟里面，零零散散地住着几户人家，家家户户都是破烂不堪的草房，就靠着房前屋后一点点的破山地养家糊口，靠天吃饭，青黄不接，吃了上一顿不知道下一顿在哪。有些深山里面的村民，走出来一趟，要五六个小时。很多老人，一辈子没出过山。得了病，没有钱看病，也没有地方看病。很多孩子，想读书都很困难。他们实在是太穷了。同志们，他们现在多么渴望别人的帮助啊！我们要帮助他们，我们一定要帮助他们！我们要把帮助毕节一百多万贫困人口实现脱贫作为恒大的历史使命。我们能够让他们早日脱贫，过上好日子，这是我们最大的欣慰，也是我们每一位恒大人一生的光荣，一生的荣耀！

我们要完成这个非常艰巨的历史性任务，我们要集全公司的力量全力支持乌蒙山区扶贫前线的工作。我们2100名的专业扶贫团队，要在当地各级党委、政府的领导下，和当地干部群众并肩作战、精准作战，要大干、苦干、实干，要深入基层、工作到村、包干到户、责任到人。不脱贫，不收兵！

我坚信，我们一定能够打赢乌蒙山区这场脱贫攻坚战，为实现习总书记提出的，确保到2020年所有贫困地区和贫困人口全面一道迈入小康社会的目标贡献我们的力量！

据悉，2015年底第一批奔赴大方县的200多名干部员工多为各部门选派，而2017年5月第二批1800多名干部员工多为自愿报名。为什么有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这么多热血青年自愿到贫困山区去吃苦？一位员工的回答具有代表性，他说："我想做些有意义的事，但凭一个人的力量，是很难做的。现在公司提供这个平台，我就能做了。"2017年7月初，贵州省扶贫基金会就收到了来自恒大集团的第三批20亿元捐款。

（三）反哺家乡

2018年12月15日和16日，许家印夫妇陪着96岁高龄的父亲衣锦还乡，回到河南省周口市太康县高贤乡聚台岗村，在旧屋里和乡亲们吃了一顿忆苦思甜饭，地瓜、黑窝头、煮白菜萝卜、地瓜汤……共同回忆40年前的贫穷岁月。饮水思源，不忘初心，一切源头，一切初心，都要从这里寻起。儿时的贫困，走出大山的渴望，抓住国家恢复高考的机会考上大学，国企10年、民企5年的打工历练，创业20年时间进入世界500强……富而不忘乡梓，达则兼济天下，是中国传统儒商的朴素追求，在许家印身上体现得淋漓尽致。

1998年，恒大刚刚起步，许家印就为家乡聚台岗村捐出100万元建了家印小学，捐出80万元重修了唯一一条水泥路，后来又捐款500万元，翻新村里道路，为全村安装自来水和排水系统。2016年以来，许家印捐赠3500万元为太康县建立了一个现代生态循环农业基地，捐赠8000万元为高贤乡建设了太康县医院高贤分院。在2018年底许家印回到家乡时，农业基地已经帮助2100多名贫困群众实现脱贫，高贤分院已经建成交付，他当场决定，拟再捐赠1亿元，为医院添置先进医疗设备。

在对家乡的反哺中，许家印投入最大、倾注最多的还是教育。通过高考完成人生跨越的许家印，深知教育对于许多贫寒子弟的重要性，知识仍是改变命运的主要通道。早在2002年，许家印就在周口市投入1亿元创办了恒大中学，并于2011年无偿捐赠给当地政府，改名周口第三高级中学。该中学目前已培养出15 000多名大学生，其中3000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多人考入清华、北大等重点高校。2016年开始，许家印又在太康县捐款10亿元建成家印中学、家印高中等，还设立1亿元的教育扶贫基金，帮扶贫困地区优秀教师和贫困家庭优秀学生等。据了解，捐赠5亿元建成的家印高中现有102个班、超万名学生，近3年培养了10 401名大学生。捐赠1.6亿元建成的家印中学现有学生2000多人。同时，1亿元的教育扶贫基金已经全部到位。在2018年底考察家印高中现场时，许家印决定再捐赠2.5亿元帮助学校扩建。

饮水思源，不忘初心。无论做人还是做事，无论对待老师、同事还是乡邻、家人，无论是发展企业还是回馈社会，无论是面向贫困地区还是走向世界舞台，许家印始终如一，用这八个字作为自己的人生航标，作为新时代民营企业家的自我要求。

（四）三年之约，大方县整县脱贫

2018年底，恒大集团与大方县的三年之约到期了。恒大集团是从2015年12月1日开始结对帮扶贵州省毕节市大方县的，按照约定，计划无偿投入30亿元，通过产业扶贫、搬迁扶贫、就业扶贫、教育扶贫和特困群体保障扶贫等综合措施，到2018年底实现大方县18万贫困人口全部稳定脱贫。

2019年1月2日，贵州省毕节市人民政府网发布“国家贫困县退出”公示：“经县级申请、市级审查，大方县符合国家贫困县退出标准，将向贵州省扶贫开发领导小组申请专项评估检查。”据了解，此次大方县“脱贫摘帽”还要经过两道程序：由贵州省扶贫开发领导小组进行核查确定并再度公示，公示无异议的，向国务院扶贫开发领导小组上报审批，经国务院扶贫开发领导小组专项评估检查后，符合退出标准的由省政府批准退出。其实，2018年9月，恒大帮扶的毕节市另一个国家级贫困县黔西县已经按程序提前实现脱贫摘帽。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

帮扶大方县3年来，恒大30亿元扶贫资金全部捐赠到位，总建筑面积约400万平方米的103项重点工程已全部竣工并交付使用，各项精准扶贫措施已覆盖大方县全部18万贫困人口。

在产业扶贫方面，恒大因地制宜帮助大方县发展蔬菜、肉牛、中药材和经果林等特色产业，已建成蔬菜、肉牛、中药材、经果林产业化基地482个，并引进43家上下游龙头企业，形成“龙头企业＋合作社＋贫困户＋基地”的帮扶模式，实现“供产销”一体化经营，确保贫困户持续增收、稳定脱贫。以蔬菜基地帮扶的贫困户为例，户均种植蔬菜2.5亩，年人均纯收入超过4100元；而肉牛基地帮扶的贫困户，户均饲养肉牛3头，年人均纯收入超过4000元。

在易地搬迁扶贫方面，依托县城和工业园区等，恒大在大方县援建了50个新农村和县城安置区奢香古镇并已搬迁入住，共安置5000户约20 000人，除配备家私家电等基本生活用具外，还为每户配建2栋蔬菜大棚以及配备肉牛养殖、乡村旅游等产业，确保贫困户“能脱贫、稳得住”。

在发展教育扶贫方面，恒大已建成11所小学、13所幼儿园、1所完全中学和1所职业技术学院，并全部投入使用，现已有超1.1万名学生和幼儿入读。

在吸纳就业扶贫方面，恒大已培训30 141人，已帮助贫困劳动力实现就业20 851人，年人均工资4.2万元，实现一人就业、全家脱贫。

在特困群体生活保障扶贫方面，恒大援建的1所慈善医院、1所养老院、1所儿童福利院已竣工交付；同时，为14 140名特困群众每人购买一份固定收益的商业保险，补足当地低保标准与脱贫标准之间的差额，实现直接脱贫；还组织恒大集团员工“一助一”帮扶全县农村留守儿童、困境儿童和孤儿4993人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2019年4月24日，贵州省人民政府正式批准大方县退出贫困县序列。恒大扶贫办负责人姚东表示，恒大将做到摘帽不摘责任，摘帽不摘帮扶，巩固脱贫成果，防止返贫。同时，将继续扎实推进毕节其他县区的帮扶工作，到2020年帮扶全市100多万贫困人口全部稳定脱贫。

二、恒大足球（下）：为振兴中国足球而奋斗

（一）人才断层的中国足球

竞技体育没有常胜将军，年龄是所有运动员的天敌。一批顶尖运动员可以使一支球队建立一个“王朝”，但当他们老去、球队面临新老交替时，王者之师也难以避免成绩下滑，除非对手太弱。从2010年恒大投资足球开始，当年升入中超，随后豪取中超七连冠及两座亚冠冠军奖杯，到2018年被上海上港夺走中超冠军为止，广州恒大淘宝队经历了一个完整的冠军周期。

9年间，在恒大的带动下，富力集团、上港集团、绿地集团、苏宁集团、华夏幸福、中赫集团、大连一方及万达集团等多家有实力的大企业先后大手笔投资足球。中超联赛作为中国大力发展体育产业的突破口，取得了初步的成功。2015年底，中超电视转播权曾拍出5年80亿元的天价！2019年初，由于中超球队过去几年在亚冠联赛中出色的战绩，中超联赛获得最高的“技术分”，成为“亚洲第一联赛”。

然而，与俱乐部层面取得的显著进步相比，2002年世界杯之后，中国足球各级国家队的成绩徘徊不前，甚至每况愈下，始终是全国球迷最大的心病。俱乐部取得好成绩相对简单，只要汇聚国内顶尖国脚，配备几名超高水平的强力外援，在亚洲层面就不惧怕任何对手了。但国家队在以前没有归化外援的情况下，水平提高无法速成，只能靠优秀本土人才的不断涌现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而不幸的是，在中国足球20世纪90年代进行市场化改革后，上至中国足协、下至各职业俱乐部，急功近利，只重视国家队、国奥队、成年俱乐部队的比赛成绩，而普遍忽视青少年球员的培养。特别是2001年，中国足协为了国家队备战世界杯而祭出暂停中超联赛升降级的昏招，使得没有争冠实力、失去保级压力的大多数俱乐部大幅削减投入。收入锐减的球员、教练很快被国际赌球集团俘获，导致此后10年中国足球假赌黑泛滥。与此同时，中国足球青训在告别了业余体校的专业体制，改走市场化道路后，很多青训机构唯利是图，普遍出现行贿教练才能踢上比赛、花上百万元才能进职业梯队、为了成绩改小年龄等丑恶现象。

足球圈的黑暗使得愿意送孩子去踢球的家长越来越少，最终导致中国长达10年的足球人才断层。1992年至2002年出生的孩子，由于踢球的人太少，选才面越来越窄，竞技水平显著不如“70后”“80后”的前辈。最近几年，1992至1996年出生的球员到了二十二三岁还没有几人能凭实力在中超俱乐部打上主力，只有靠中国足协强制推行的U23保护政策才能获得寥寥的出场机会。在2019年亚洲杯上，中国国家队唯一一项“之最”就是平均年龄最大，高达29.3岁，38岁的郑智还是国家队不可替代的中场核心，主力阵容仍然以1985至1989年出生的30岁以上老将为主。

虽然成年国家队凭借日渐老去的“80后”球员还能勉强维持住亚洲八强，但以“90后”“00后”球员为主体的国青队、国少队的成绩每况愈下，一再刷新下限。继1985至1989年龄段的球员作为亚洲前四名打入世少赛、世青赛之后，中国代表队已经长达十几年无缘世少赛、世青赛，甚至连亚洲八强都难得一进。到2016年、2018年，U16国少队居然连续两届在预选赛阶段就打道回府，被挡在亚少赛十六强正赛大门之外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要从根本上重振中国足球，唯有踏踏实实做青训，并扫除相关环节中的腐败和丑恶现象。我们欣喜地看到，近几年来，社会各界终于统一了思想，实实在在地加大了青训的投入。从2017年起，中国足协终于组织起全国青少年U系列足球联赛，全国87支队伍参加当年4个年龄段的比赛。2018年，青超联赛完善为U13、U14、U15、U17、U19五级联赛，参赛队伍扩大到259支。到2019年，报名参赛的队伍进一步增加到402支。与此同时，校园足球也有起色，社会足球青训力量蓬勃发展。虽然离足球发达国家尚有很大差距，但中国足球已经曙光乍现。

（二）恒大足校的“青训一条龙”和精英化路线

作为国内足球青训的后起之秀，广州恒大淘宝俱乐部很快效仿欧洲豪门青训模式，建立起覆盖U9到U19共11个年龄段的全部梯队。在恒大足球学校，每个年龄段中除了一支精英队是俱乐部梯队外，还有多支尖子队和普通队。精英、尖子、普通队的学员每学期都会有动态调整，普通队的优秀学员可以进入尖子队，尖子队的优秀学员可以进入精英队，精英队、尖子队的学员也会被向下调整。

2017年底，恒大足校进一步完善了“青训一条龙”10年培养计划。9~13岁的孩子先在国内足校本部学习，由二三十名西班牙优秀青训教练和上百名具有本科及以上学历的国内青训教练培养5年。其中，9~12岁每个年龄段都有8~10支队伍，以及女足。每周六上午，在恒大足校几十片球场上，都会有数十支队伍在打校内联赛。这种联赛还有升降级制度，每个年龄段的冠军在下个赛季可以升级到高一年龄段参加比赛。除校内联赛外，恒大足球还经常邀请外部球队来参加“恒大杯”“南岳杯”“足校联盟杯”等邀请赛，或者外出参加其他青训机构组织的邀请赛。从13岁起，恒大足校则选派2~3支队伍参加中国足协主办的U13青超联赛及足协杯、锦标赛、冠军杯等正规赛事。从14岁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

起，每年选拔25名精英球员组成A队赴西班牙马德里留学5年，另外50人组成的B队、C队参加中国足协主办的U系列青少年赛事。

特别值得一提的是，为了使在西班牙分校留学的精英球员获得系统的高水平比赛机会，恒大足校从2019年起每年专项投入5000万元，在马德里当地举办“恒大杯”马德里足球冠军赛。在恒大足校马德里分校成立的前4年里，留洋梯队主要依靠邀请当地梯队打热身赛、应邀参加各种国际杯赛以及自己主办小型“恒大杯”邀请赛来获得比赛机会，但并不像正规联赛那样系统。而“恒大杯”马德里足球冠军赛的成功举办，使得西班牙分校的U14至U18的每支梯队，每年都能参加大约48场“恒大杯”比赛，再加上其他热身赛、邀请赛，全年高水平比赛场次能达到六七十场。能在这一中国足球前所未有的顶级青训平台上经过5年淬炼，恒大足校的精英学员们值得期待。

十年磨一剑，当这些小球员年满18岁从恒大足校毕业时，有人会被选拔进入恒大俱乐部U19梯队或者预备队甚至一线队，有人会被欧洲俱乐部相中并继续留洋深造，有人会加盟国内其他职业俱乐部参加各级职业、半职业联赛，也有人会凭借足球特长考上大学或从事足球相关行业。

2017年，在中国足协举办的U系列超级联赛和锦标赛共5个年龄段的10项赛事中，在3支最强梯队留学西班牙的情况下，恒大足校代表队仍然获得1项冠军、5项亚军和2项季军，综合成绩仅次于山东鲁能足校。而在2018年，恒大足校05年龄段A队包揽了U13青超联赛、足协杯、锦标赛、冠军杯4项赛事的所有冠军，取得史无前例的大满贯，这支队伍随后开启了西班牙留学之旅。在实力更强的A队留学西班牙的情况下，恒大足校04年龄段B队获得U14组足协杯赛冠军，充分展现了恒大在这个年龄段的阵容厚度。可以说，建校7年，恒大青训在99、00、01、02年龄段属于国内一流水平，而从03年龄段开始则已渐渐达到国内领先水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此外，近几年来，恒大足校已经走向全免费、精英化路线。在恒大足校创办的2012年前后，中国足球人口基数很低，校园足球没有开展起来，优秀的青少年足球人才极度匮乏。恒大足校决定大规模招生，除了少数尖子学员外，大量招收足球零基础的孩子，号称要办成万人足球学校。经过几年的发展，在校学生规模很快达到3000人。但是，由于有足球天赋、能成长为职业球员的孩子毕竟十分有限，大多数学生最终的出路是成为有足球特长的文化人。在激烈的竞争中，每年都会有一些孩子被淘汰，重返家乡读书，这对于那些自费把9岁的孩子千里迢迢送到清远山区的家庭来说，付出巨大，风险较高。

随着2017年以后全国足球青训形势明显好转，校园足球初步发展起来，各种社会足球青训机构也如雨后春笋，中国孩子和家长参与足球的热情已经大幅提高。本着务实的原则，恒大足校逐渐缩减了招生规模，改走精英化路线。2017年起，恒大足校的招生规模已经从一千多人下降到六七百人。而到了2019年，恒大足校停止招收零基础的自费生，只招足球基础较好的精英学员，招生规模缩小到一百多人，对所有新生实行学、训、赛、吃、穿、住、行全免费政策，并承诺生均投入每年达到50万元。从今往后，全国有天赋的足球少年，再也不会因交不起钱而被埋没。当然，全免费的精英化培养，意味着恒大足校总投入的大幅增加，不过，每年几亿元对于世界500强恒大集团来说倒并非难事。

（三）恒大足球遭遇最大舆情危机

2018年赛季，以徐根宝青训为班底的上海上港队打破了广州恒大长达7年的冠军垄断，如愿加冕中超，也算顺应“民意”。事实上，除广州球迷外，全国球迷都已厌倦了一支球队长期垄断中超冠军。赛季结束后，广州恒大淘宝俱乐部一线队顺势进行了大规模重建：大手笔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

引进5名22~25岁的年轻国脚，转出多名30岁以上的功勋老将，只保留2名高水平巴西外援，补充1名韩国外援。

不料，广州恒大这轮引援引起了部分自媒体和球迷的群起围攻、口诛笔伐。坊间传闻国家体育总局意识到中国足球未来10年人才严重断档的窘境以及冲击2022年世界杯的巨大难度，强势介入了中国国家队建设，拟死马当活马医，组建两支“国家集训队”参加中超联赛，以增强国脚之间的默契度。传闻还称广州恒大俱乐部有意“为国捐躯”，变身“国家集训队”，并借势足协向其他俱乐部低价购买年轻国脚，还可以不受引援人数限制，组建“全华班”参加全国联赛等。舆论认为恒大越俎代庖、破坏联赛正常秩序、侵害其他俱乐部利益，是开历史倒车、重走十几年前国家队打联赛的老路；挖苦恒大所谓的“全华班”实为“全挖班”，一线队主力至今没有一名是自家青训出品，全靠从其他俱乐部“挖”人；还有极端者甚至称恒大为中国足球的“毒瘤”，金元政策使国内球员身价虚高，国家队成绩差亚冠得再多冠军也没用。

后来，为了促进队内竞争，恒大俱乐部还制定了队内强制升降级制度，例如每场比赛的18人大名单都必须轮换3人，每月一线队和预备队之间至少2人升降级。此外，为加快新老交替，增加国内球员的出场机会，在每场比赛允许使用3名外援的中超联赛中，广州恒大自行限制只使用2名外援，这无异于下象棋先让一马，对争冠十分不利。双外援政策引发了一些希望俱乐部年年拿冠军的广州恒大球迷的强烈不满，指责许家印过分干预球队管理，自废武功，不该为了国家队利益牺牲俱乐部利益。广州恒大遭遇了俱乐部成立以来最严重的一次舆情危机。

关于“国家集训队”的传闻，真相如何不得而知，单从结果上看，传闻并没有变成现实。首先，2019赛季，广州恒大淘宝队仍然由2名强力外援领衔出战，并非“全华班”或“国家集训队”。其次，恒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大最终的引援完全合规，引援人数没有超过每赛季5人的上限，而非传说中的不受限。再次，恒大此次引援完全合情、合理，球队本来就面临主力队员年龄老化的现状，新老更替势在必行，但足校自己培养的小球员最大的还不到20岁，还不到接班的时候，从外部引进22~25岁的成年球员实属正常。然后，所引入的5名年轻国脚有3名是因为原球队遭遇财政危机，1名因为原球队已降级，还有1名因为性格问题不在原球队主教练的培养计划之中，其中3名球员恒大已经追求了一两年。最后，转会费绝非表面上每人2000万元的“超低价”，借势足协向其他俱乐部低价买人子虚乌有。事实上，中国足协从2018年起规定国内球员转会费如果超过2000万元就要双倍缴纳调节费。规定出台后，所有俱乐部的内援转会费无一突破2000万元，与市场价的差价皆通过球员交换、工资分担或其他方式补偿，恒大这次也是如此操作。

至于恒大内部制定的“升降级”“双外援”政策，主要是为了促进队内竞争、激发球员潜能，并增加本土年轻球员的出场机会，尽快完成新老交替。这些政策虽然引发了一些“冠军粉”球迷的强烈不满，但也获得另外一些目光长远的老球迷的支持。竞技体育有其自身规律，没有常胜将军可以一直垄断冠军。短期内，对广州恒大淘宝队来说，培养新人比夺取冠军的优先级更高。毕竟，39岁高龄的郑智、34岁的冯潇霆、33岁的郜林、32岁的黄博文和于汉超等队内核心球员都已过巅峰期，即将陆续面临退役，而22~25岁这批年轻队员在实力上与同位置的老大哥们还有明显的差距，急需获得出场机会锻炼提高。

（四）许家印的“全华班”情结

建立“全华班”，一直是许家印的一个长远目标。许家印投资足球，从一开始就不是单纯地为了经营好一个俱乐部，而是以振兴中国足球为使命。早在2012年恒大足校创办之初，许家印就公开宣布未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有意以高水平的“全华班”征战联赛和亚冠，以此勉励足校小球员早日成才、为国争光。

在2013年凭借超强外援引领一众国脚夺取中超三连冠和亚冠冠军后，面对部分媒体认为恒大的好成绩全凭烧钱和超强外援的说法，许家印又公开将实现“全华班”的目标定在2020年。至于为何定在2020年，令人不解。毕竟，到2020年，恒大足校第一批青训队员也才20岁，除非个别天才，否则很难在一线队打上主力。难道早在2013年，许家印就有了摆脱对外援的依赖，以恒大国脚为国家队班底冲击2022年世界杯的想法?

不过，现实情况是，由于中国足球人才的严重断档，国内球员哪怕是国脚，与高水平外援的差距也是非常大的。在高度依赖外援的中超赛场，如果贸然使用“全华班”出战，很可能连保级都成问题，广州球迷是断然不会答应的。2017年，许家印曾做出修正，所谓2020年实现“全华班”，也是要以保证球队有争冠实力为前提，如有必要，球队也将保留一两名高水平外援。事实上，由于本土球员普遍水平较高，参加亚冠的日韩球队很多都是以本土球员为主，加上一两名中超球队看不上的外援，就能与同时出场3名超级外援的中超球队打得难解难分、不相上下。由此看来，到恒大足校人才辈出时，以国内球员为主加一两名外援争夺中超冠军也并非天方夜谭。

或许在许家印看来，凭借烧钱和超强外援来夺取俱乐部层面的冠军已如探囊取物，只相当于足球俱乐部游戏的初级难度模式。而通过大力做青训培养本土人才，用“准全华班”甚至“全华班”夺取中超及亚冠冠军，才是这项游戏的中高级难度模式。所以，大力培养本土球员的根本目的是促进国家队水平提升并重返亚洲一流！毕竟，“扶不起”的国足才是所有中国球迷最大的心病，振兴中国足球才是恒大投资足球的根本目标！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

三、恒大旅游：抓住孩子

2019年3月26日，许家印在年度业绩发布会上宣布：恒大集团是以民生地产为基础，以文化旅游、健康养生为两翼，以新能源汽车为龙头的世界500强企业集团。作为产业布局的两翼之一，恒大对文化旅游产业的探索已经超过10年。

（一）恒大金碧天下和海上威尼斯

早在上市前，恒大地产就尝试开发第一代旅游地产项目——恒大金碧天下系列，分别在天津、南京、昆明的郊区以及广州周边的清远、武汉周边的鄂州上马了5个恒大金碧天下项目。此外，还有位于南通启东、与上海崇明岛隔江相望的恒大海上威尼斯项目。这些项目的共同特点是：紧邻大城市，又依山傍水，环境优美，周边旅游资源比较丰富；占地面积巨大，单位地价极低，总价不高，十分适合资金实力并不雄厚的恒大迅速扩充土地储备面积；自建酒店、会议、餐饮、健身、休闲等配套设施，适合企事业单位外出举行会议；项目配有大量住宅对外销售，其中别墅、洋房的比例较高；房价相对大城市中心城区十分低廉，适合大城市中产以上阶层买来作为休闲度假用的第二居所。

上市之后，旅游地产一直是恒大地产的一条重要产品线，业务比重大约为20%。金碧天下系列还逐步拓展到成都、重庆、石家庄、乌鲁木齐、海南儋州、郑州附近的新乡、济南周边的莱芜等。有些项目经营得有声有色，例如清远恒大金碧天下，在2012年9月恒大皇马足球学校开学后，这里一下子变身足球小镇，很多外地的学生家长到旁边的金碧天下项目买房置业或者租房陪读。

在恒大早期的旅游地产项目中，最成功的要属启东恒大海上威尼斯。这是个巨无霸项目，总占地面积高达9000亩，总建筑面积1200万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

平方米。由于2009年拿地时，连接上海崇明岛的崇启大桥刚刚开工建设，从上海到启东半岛需要绕行南通，路途十分遥远，因此当时地价非常低廉，折合楼面价仅100多元／平方米。2011年底，崇启大桥建成通车后，上海市中心到项目所在地车程大幅缩短为一个半小时。2012年7月7日，恒大海上威尼斯首次开盘，均价5500元／平方米，热销20亿元。

由于项目地处长江出海口，周边海水一片浑黄，海边景观乏善可陈。出人意料的是，恒大却在项目开盘时向社会各界庄重承诺——将还启东、还上海、还华东一片蓝海。到2015年8月，恒大真的打造出华东地区独一无二的“碧海银沙”，改写了上海周边无蓝海的历史。恒大是怎么做到的呢？原来，恒大历时3年，前后斥资6亿元，修筑了一道海底长堤，围起了一片7.23平方公里的内海，虽设有闸口与外海相连，但有效阻隔了外海的泥沙。恒大又应用相关技术，在内海中投放了鱼类、藻类、食藻虫等，形成了一个不需要人工干预的海水自净生态系统，最终使内海的海水呈现蔚蓝之色。此外，恒大还从外地运来大量细沙，铺在绵延3.5公里的海岸线上。

自2016年开业以来，恒大海上威尼斯成为上海周边人民夏季热门旅游目的地，两三千元一晚的酒店一房难求。配套的完善反过来也促进了项目住宅的热销，截至2018年12月，恒大海上威尼斯项目住宅累计销售额已超过260亿元，2019年初的销售均价已经升到11 000元左右／平方米。

（二）中国海南海花岛

海花岛项目堪称许家印乃至中国恒大的泣血之作。有媒体报道，许家印曾乘坐私人飞机到儋州考察项目，在与当地政府官员的交谈中说，自己的下半辈子就在这里了。还有一种说法，海花岛的雏形是许家印在2012年大年初一一夜未眠，搜集树叶、花朵等素材，对着大海

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

反复构思而得的。海花岛位于海南省西北部的儋州市，紧邻洋浦开发区，填海总面积8平方公里，由3个独立的离岸人工岛组成，规划平面形态为盛开在海中的三朵花，故取名为“海花岛”。

中国大多数位于城郊的旅游地产项目，自身配套除了酒店之外，往往只有少数几种旅游元素，有些项目主打私家海滩，有些项目主打主题公园，有些项目则配套温泉。购房者刚入伙时去得比较频繁，时间一长，缺乏新鲜感，去得就越来越少了。

而海花岛与众不同，既大而全，又高大上。项目涵盖国际会议中心、国际会展中心、七星海岛酒店、欧式城堡酒店、希尔顿酒店、童话世界乐园、雪山水上王国、海洋乐园、珍奇特色植物园、五国温泉城、婚礼庄园、影视基地、恒大影城、博物馆群、大剧院、音乐厅、娱乐中心、国际购物中心、风情商业街、风情饮食街、茗茶酒吧街、运动健身中心及游艇俱乐部等28大业态，除了赌场，应有尽有。住在岛上一个月，吃喝玩乐不重复，正如广告语所称：“项目总投资1600亿元，汇聚全球600位顶尖建筑设计大师，以非凡的形象高度和精彩的业态汇聚，重构世界旅游版图，建成后将成为全球人向往的文化旅游胜地。”

2015年12月28日，海花岛一期盛大开盘。恒大包下了一周内全国各地飞往海口的航班以及海口全部的星级酒店，总共组织了10万人次登岛选房，海口到儋州的大巴连绵不断。中国海南海花岛开盘创造了三项世界之最：开盘总成交金额122亿元，开盘销售面积136万平方米，认筹到访人数10万人。一位亲历者回忆当时的场景：“到处人挤人，什么都是抢，抢位置、抢食品、抢车子。”恒大海花岛以“每3.2秒卖出一套房”的速度劲销两万套，成为当年国内房地产市场最火爆的项目。2016年二期和2017年三期开盘持续火爆，截至2018年3月海南全岛限购前，海花岛实际总投资完成291亿元，可售住宅大约推出了一半货量，累计销售额高达328亿元。前三期的销售均价超过10 000元／

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

平方米，而项目地价仅300多元 / 平方米，主要是围海造岛的成本。其中，三期的售价相比一期接近翻倍。2019年4月，海花岛又推出了四期组团。

按照最新计划，海花岛将于2020年春节期间试营业。

（三）恒大童世界

恒大地产低成本的一大法宝就是标准化，一张图纸在全国多个项目复制。海花岛由全球600名顶级建筑设计大师共同设计，美轮美奂，这样的图纸许家印自然不肯只用一次。按说海花岛预计2020年才开业试运营，通常情况下，异地复制应该根据第一个旗舰项目的运营情况再做决定，但许家印和他的团队等不了这么久。

2017年8月27日，恒大集团常务副总裁兼恒大旅游集团董事长肖恩发布了旅游集团旗下产品线——“恒大童世界”。据肖恩介绍：恒大童世界的定位是面向2~15岁少年儿童，“全室内、全天候、全季节”的大型主题乐园。因为全室内，所以可以不受季节、天气影响而全年不间断运营。童世界将以中国文化、中国历史为核心内容，将盘古开天、嫦娥奔月、哪吒闹海、宝莲灯、封神传奇、八仙过海、赤壁之战等故事传说融入游乐项目中，同时融合世界文明，包含“魔幻西欧”“神秘古国”“探险南美”等模块，并采用世界上最成熟、最受欢迎、科技含量高的顶级游乐设施和技术来实现。每个恒大童世界包含33个大型游乐项目，是迪士尼的1.5倍，用许家印的话说就是：“孩子们要完整玩一遍，需要3~7天。”除海花岛之外，恒大将在全国布局14个恒大童世界项目，未来2~5年陆续竣工开业，每个童世界辐射半径500公里、8000万人口，年游客总量预计将达1500万~2000万人次，拉动旅游消费超200亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由于标杆项目海花岛的规划设计令人叹为观止，施工建设又日新月异，极大地震撼了前来考察的各地政府官员，使得恒大童世界在全国拓展时受到广泛欢迎，甚至出现多个地方政府争夺项目的现象。恒大方面也承诺，恒大童世界将与配套住宅同步开工，确保如期建成开业，尽早为带动当地旅游业发展做出贡献。

在恒大童世界正式发布之前，已经成功布局了长沙、贵阳、苏州太仓（紧邻上海）、镇江句容（紧邻南京）、开封（紧邻郑州）、沧州（紧邻天津）、鄂州（紧邻武汉）7个项目，后来又先后在莱阳（紧邻青岛）、咸阳（紧邻西安）、眉山（紧邻成都）、六安（紧邻合肥）、沈阳、昆明、广州（南沙）等城市落地。每个恒大童世界，总投资都在300亿元以上，相当于“缩小版的海花岛”，除了标配童世界乐园和酒店外，还因地制宜地复制了温泉城、婚礼庄园、会议中心、饮食街等海花岛已有业态。由于项目热门且没有竞争对手，地方政府普遍给童世界配以较高比例的可售住宅，并且可售住宅的楼面地价仅为500~1500元／平方米，显著低于周边纯住宅项目的楼面地价。

恒大童世界项目深受各地方政府欢迎，迅速实现全国布局，除了自身优势外，也借助了2016年国务院颁布的《“十三五”旅游业发展规划》（以下简称《规划》）的东风。《规划》中称，要打造一批特色鲜明、品质高、信誉好的品牌主题乐园，推动国内主题游乐企业国际化发展。研究指出，随着人们消费水平提高，旅游需求日渐增长，中国主题乐园市场未来几年将迎来高增长。咨询公司AECOM预测，到2025年、2030年中国主题乐园客流人次将分别达到3.2亿人次和4.2亿人次。克而瑞研究报告显示，群众对于休闲娱乐以及旅游的需求正在不断提升。其中短途周边游将会更加普遍，而坐落于重点城市周边的主题乐园将成为市民出行，尤其是亲子游的主要目的地。或许，正是这份规划，促使许家印等不及海花岛项目开业，就抢先在全国大举布局恒大童世界。迅速布局中的恒大旅游，你能行吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

四、恒大健康：瞄准老人

“中国动力嫁接全球资源”，意思就是把全球范围内的优质、高端的产品和服务资源与中国日益增长的消费升级需求结合起来。率先提出这句话的应该是复星集团，而恒大集团也是较早的践行者之一。

（一）引入国际高端医院

2013年12月2日，恒大集团与哈佛大学正式签署战略合作协议，共同成立哈佛绿色建筑中心、哈佛免疫学及疾病控制中心、哈佛数学科学中心。12月4日，双方公开一项重大合作项目：哈佛与恒大将在中国共同成立哈佛医院，双方已就此达成实质性合作成果，并进入选址阶段。据悉，这家医院将是世界顶级的综合性医院，由恒大投资建设，管理及医疗团队主要来自美国哈佛医学院附属医院。

2018年2月28日，恒大与哈佛医学院附属的布莱根和妇女医院共建的博鳌恒大国际医院正式开业。这也是哈佛医院首次离开美国本土。业内人士认为，恒大为中国引入这家世界顶级医院，是对中国医疗水平的一次重大提升，更是造福中国广大普通民众的一项重大民生工程。恒大国际医院专注肿瘤诊疗，致力于整合国内外卓越的医疗专家、技术、设备和新药物等医疗资源，引进先进的MDT诊疗模式，提供国际优质的肿瘤疾病筛查、诊断、治疗及康复服务。同时，发挥先行区的政策优势并借鉴布莱根和妇女医院以及丹娜法伯癌症研究所在医学研究领域的杰出成果，打造高标准的临床科研和转化平台。医院所在地博鳌乐城是首个国家级国际医疗旅游先行区，拥有国家9项突破性优惠政策支持，通过审批后可同步使用国际先进的医疗新技术、新药物、新设备。

其实早在博鳌恒大国际医院之前，恒大在健康领域还探索过医学美容行业，与韩国最大的医学美容医院原辰合作，于2015年在天津创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

建了首家恒大医学美容旗舰医院。医学美容，就是人们日常所说的整容、抗衰老等。按照早先的规划，恒大拟在全国6个城市开办医学美容医院，辐射主要的一二线城市。这些医院的高端定位以及韩国医生的引入，将使国内客户不必再去韩国，在国内度个假就把手术做了，同样是中国动力嫁接全球资源的实例。奇怪的是，与恒大以往推出新业务的风格不同，这次涉足医学美容行业，并未进行大规模的广告宣传，而是悄无声息，主要在恒大员工内部试运营。一年多之后，就连天津这家医院也悄然停业了，而规划中的其他城市的大型医学美容医院也并未落地，这块业务居然就这样自生自灭了。根据后来恒大放弃农牧产业的理由推断，或许由于医学美容行业暂时体量太小，与几千亿元规模的恒大不匹配，因此被许家印放弃。不过，在后来推出的遍布全国各地的恒大养生谷项目中，却配备了医学美容中心。

2015年2月7日，恒大健康在香港成功借壳上市。借的壳来自英皇集团主席杨受成旗下的上市公司新媒体集团。杨受成将手中新媒体集团74.99%的股权，以9.5亿元的代价易手给恒大地产。其后，新媒体集团更名为恒大健康，在保留媒体业务的同时，恒大集团将健康养老医疗相关资产装入恒大健康，并以此为平台，继续发展健康产业。2017年9月，恒大健康又把媒体业务作价6300万港元卖回给杨受成。目前，中国恒大（HK.3333）拥有恒大健康（HK.0708）74.99%的股份。

（二）恒大养生谷

经过几年的探索，恒大健康于2017年12月14日推出了自己的拳头产品线——“恒大养生谷”。时任恒大健康集团董事长的谈朝晖介绍道：“恒大养生谷创建了全方位、全龄化健康养生新生活，高精准、多维度健康管理新模式，高品质、多层次健康养老新方式，全周期、高保障健康保险新体系，租、购、旅多方式健康会员新机制，将打造成为国内规模最大、档次最高、世界一流的养生养老胜地。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

截至2018年底，恒大养生谷已布局三亚、海花岛、西安、郑州、镇江、湘潭、云台山、南京、重庆等12个宜居养生胜地，未来3年计划布局50个以上。恒大养生谷在为老年人提供服务的基础上，研究并借鉴了美国太阳城、德国阿尔伯蒂纳、日本港北新城、荷兰生命公寓等全球大型养老社区的经验，并结合中国国情，创建了国际前沿健康养老模式。恒大首创了颐养、长乐、康益、亲子四大园，提供852类设施867项全方位健康管理服务，覆盖从孕前、婴儿直到百岁老人的全生命周期。其中，颐养园的核心功能是养生养老；长乐园的核心功能是文化、娱乐、活动；康益园的核心功能是健康运动；亲子园的核心功能是长幼共融。

恒大养生谷采用会员制，各地会员入会费不等，已开业的养生谷项目，一次性交6万~10万元会费可以成为会员，有效期100年，成为会员即赠送一次高端体检、一份保险金额最高10万元的重大疾病险。按照2018年的养生谷会员服务项目清单，867项全方位健康管理服务中有160项免费、9项限次，其他需另行付费。免费服务如提供健身、舞蹈、合唱、普拉提、瑜伽、武术、国画、书法、棋牌、体感游戏、阅览、诵经、儿童职业体验等活动的器材和场地，以及心理咨询师心理测评、健康风险评估、饮食方案定制、运动处方定制、健康讲座沙龙等。限次服务包括由健康管理师、康复理疗师、营养师每月免费提供1次糖尿病、高血压、高血脂、高尿酸、脑卒中、体重、失眠等的管理建议方案。另行付费项目除了恒和医院、恒大养老院提供的相关服务外，还包括养生SPA、医学美容、茗茶、个性膳食、中医理疗、宠物俱乐部等项目，以及多种儿童游乐项目。

养老项目中，医疗服务必不可少。据介绍，恒大健康为养生谷会员搭建了一个分级诊疗的“医联体”：其中，博鳌恒大国际医院是这个“医联体”的技术枢纽和“金字塔尖儿”；每个恒大养生谷项目将配备自己的恒和医院，按照三甲医院的标准建设，提供医疗、康复、健康管理、互联网医疗、双向转诊等服务。同时，恒大养生谷还打通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了恒大国际医院及全国67个城市、600多家三甲医院VIP预约挂号和住院绿色通道。这样，养生谷会员如果生病可以先在社区的恒和医院诊疗，如有必要再转诊到其他三甲医院或者恒大国际医院。会员在恒大国际医院和恒和医院免费享有优先挂号和重大疾病优先住院的权利。

此外，恒大养生谷与恒大人寿紧密合作，首创“全周期保障模式”，突破行业传统投保年龄限制，提供住院医疗、重大疾病、长期护理、意外伤害等优质保险服务。针对65岁以上老人，鉴于目前国内鲜有服务该年龄段人群的保险产品，养生谷针对其生理和生活特点，建立集以意外伤害保险、重大疾病保险及长期护理保险于一体的国内唯一的新型老年保障体系，填补市场空白。

恒大养生谷拟构建“医疗＋保险”一体化管理，成为中国“凯撒模式”的先行者。凯撒模式，一是通过日常健康管理服务降低客户得大病的概率，二是在客户得大病时介入医疗诊断来合理控制医疗费用支出。两者共同降低了客户的医疗开支，减少了保险公司的保险赔付，而减少的保险赔付又用于激励医生以更优质的服务回馈客户，从而形成各方共赢的正循环。

从商业模式上，恒大养生谷是“房地产＋健康养老”项目，每个养生谷都配套有一定比例的可售住宅，整体拿地成本比较低，可以凭住宅部分的销售利润来覆盖养老部分的投资。除了直接缴纳会费成为会员外，在养生谷买房也可以每户赠送两个会员资格，会员费可以在总房款中抵扣。每个养生谷还会留出一部分公寓出租给异地旅居养老的会员，并同样享受相关会员服务。

随着中国最富有的“60后”、“70后”步入老年，养老产业必将成为中国经济未来的新兴增长点，空间与机会巨大。尚在探索中的恒大健康，你能行吗？

五、新能源汽车，迎接新挑战

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（一）从金融转向高科技

在2017年春节后的恒大集团年度会议和3月底的中国恒大年度业绩发布会上，许家印对内和对外宣布：恒大集团已经完成产业布局，成为以民生地产为基础，以文化旅游、健康养生为两翼，以金融产业为龙头的大型企业集团。许家印还称，未来几年，不再探索新的多元化业务，集中精力做好四大产业。

然而，计划赶不上变化。不久之后，国家为防范重大金融风险，避免经济脱实向虚，对金融行业展开了治理整顿，并不再鼓励民营企业做金融控股集团，一家特大型民营金融控股集团还因违法问题被解体。关上一扇门，打开一扇窗，政府有意引导优势民营企业转型升级，为中国制造2025做出贡献。早些时候，中国政府制定了“三步走”实现制造强国的战略目标：第一步，到2025年迈入制造强国行列；第二步，到2035年中国制造业整体达到世界制造强国阵营中等水平；第三步，到中华人民共和国成立一百年时，综合实力进入世界制造强国前列。在从2016年起实施的第一个十年行动纲领《中国制造2025》中，新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械被列为“十大重点发展领域”。

审时度势，顺应潮流。2017年下半年，中国恒大集团董事局决定把集团产业布局中的“以金融产业为龙头”改为“以高科技产业为龙头”，并立即成立多个调研小组，对高科技相关领域进行可行性调研。这一战略转变，广大投资者们是在2018年3月底的年度业绩发布会上得知的。这次业绩发布会的主题是“新恒大、新起点、新战略、新蓝图”许家印在会上正式宣布进军高科技领域。在被问及高科技涉及的具体领域时，许家印列举一些高精尖技术领域，却刻意不谈新能源汽车。十几天后，恒大集团就与中国科学院签署全面合作协议，双方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

共同拓展生命科学、航空航天、集成电路、量子科技、新能源、人工智能、机器人、现代科技农业等重点领域。2019年，多个恒大高科技农业基地项目陆续落地上海崇明岛、南京六合、安徽淮南寿县等地。

（二）“闪婚”贾跃亭

其实，早在2017年底坊间就有传言，说刚刚摆脱资金困境的法拉第未来的神秘金主就是恒大集团许家印。事后得知，是恒大方面率先联系贾跃亭，表达了投资意向，双方很快签署了合作协议。2017年11月30日，恒大方面以香港时颖公司的名义，与以贾跃亭为代表的法拉第未来（Farady Future）原股东，合资设立了一家新公司Smart King，后者全资持有FF美国、FF香港。其中，恒大控制的时颖公司出资20亿美元现金，占Smart King总股份的45%，原股东以原有资产及知识产权作价占股33%，剩余22%留作管理层股权激励。根据合作协议，时颖应于2018年内分批支付首期8亿美元的投资金额，剩余12亿美元将于2019年和2020年每两个月分期支付1亿美元。同时，Smart King将采用AB股模式，贾跃亭作为创始人和FF全球CEO享有“1股10票”的权利，但这一权利的延续必须满足对赌条款，即贾跃亭必须确保FF91在2018年底实现量产，否则，贾跃亭届时将失去Smart King的实际控制权。

直到2018年6月25日，恒大方面才正式对外宣布了上述协议。令资本市场稍感意外的是，恒大并未以集团公司中国恒大直接入股Smart King，而是用控股子公司恒大健康出面实施。消息一出，恒大健康股价从前一天的收盘价4.61港元，单日暴涨66%至7.66港元，并于两个月后涨到了最高的17.64港元，市值一度高达1500亿港元。不过，控股恒大健康75%的母公司中国恒大并未跟风炒作。

由于有孙宏斌援手贾跃亭“被坑”的前车之鉴，且贾跃亭早已被国内列为严重失信人，投资者普遍对恒大与之合作感到不理解和不看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

好。在2018年8月28日中期业绩发布会上，恒大集团总裁夏海钧博士解释说，法拉第未来拥有世界先进的新能源汽车技术，恒大投资入股，就等于把世界顶尖的新能源汽车技术全面引入中国。而且由于当时法拉第未来资金链已经断裂，恒大在与贾跃亭的谈判中占有主动权，支付的对价比较划算，还签订了一系列保护性条款。

据了解，法拉第未来在全球拥有超过1000名技术专家及380项专利，在动力系统、车辆平台、自动驾驶、人工智能、计算平台、互联网系统六大领域已经实现技术变革，在多项技术指标上已全面领先行业标准。FF在技术上的造诣，局部已经可以比肩全球的行业龙头老大特斯拉。比如在续航能力上，FF91可续航700km，夏海钧等4名恒大高管曾亲自在美国试驾证实；FF91在测试中，时速从0到96公里的加速时间仅为2.39秒，而特斯拉在极致模式下是2.5秒。

2018年8月15日下午，恒大法拉第未来智能汽车（中国）集团在广州恒大中心正式揭牌。恒大集团副总裁彭建军出任董事长，并在揭幕仪式上表示，恒大法拉第中国集团将全面负责法拉第未来在中国的技术研发及所有生产经营管理，推动世界领先的新能源汽车技术落地中国。同时，他还披露了恒大法拉第未来的10年规划：公司拟在中国华东、华西、华南、华北和华中地区建设五大研发生产基地，远期年产能计划达到500万辆，其中，广州南沙基地已经开工建设。FF91、FF81等多系列多车型产品面向全球市场，覆盖高端、中端及入门级，打造互联网智能出行生态，全面满足快速增长的不同市场需求。

2018年9月23日晚间，中国恒大发布公告称，恒大集团将斥资144.9亿元人民币获取广汇集团40.96%股份。广汇集团2017年末总资产2457亿元，年营业收入1764亿元，旗下有广汇能源（600256.SH）、广汇汽车（600297.SH）、广汇物流（600603.SH）三家A股上市公司，房地产业务还是新疆老大。其中，广汇汽车是全球最大的乘用车经销与服务集团、中国最大的豪华乘用车经销与服务集团，2017年营业收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1607亿元，占广汇集团总营收的90%左右，实现归母净利润38.8亿元。媒体认为，恒大此项收购打通了新能源汽车的销售渠道。

由于完成这笔收购所需的现金开支比较大，为确保账面充足的现金余额，恒大于2018年11月发行了一笔高息美元优先票据，其中5年期票据利率高达13.75%。在2019年3月的业绩发布会上，夏海钧博士表示当时发债利率较高是因为中美贸易谈判陷入僵局，不过，像广汇这样的并购机会稍纵即逝，如果你考虑资金成本就错过了，2019年你再想并购是不可能的。许家印教授随后补充道："其实利息高低，我从来没想过。随行就市嘛，能发出来就是好的。"

（三）"闪婚"之后又"闪离"

不过，在恒大与法拉第未来公告"联姻"仅仅104天后，双方就爆发了不可调和的矛盾。2018年10月7日，贾跃亭竟然向香港仲裁中心提出仲裁，要求撕毁双方所有协议，与恒大"离婚"，一时间舆论哗然。许家印听说后非常气愤，指责对方用投资者的钱状告投资者。

通过后来双方发表的多份声明，可以大致拼出事情的来龙去脉。原来，恒大方面在2018年5月25日前已经提前支付完2018年内该支付的8亿美元，但其中2亿美元用于在广州南沙拿地建厂，贾跃亭收到了6亿美元。谁知刚到7月，贾跃亭告诉恒大，6亿美元快花光了，要想完成年底量产的目标，恒大方面必须提前再支付7亿美元。钱烧得这么快，其实并非没有先例。几年前孙宏斌入股乐视前曾问贾跃亭，到底差多少钱，打算一次给够，贾要了160亿元，但后来才知，160亿元根本不够。如今对恒大，贾跃亭又唱了这么一出。恒大方面骑虎难下，如果不同意，已经付出的第一笔钱就打水漂了。经过协商，双方签订了补充协议，恒大方面同意提供7亿美元，但贾跃亭需要交出FF中国的控制权，允许FF中国共享法拉第未来所有知识产权。提出这样苛刻的要求，也是因为FF中国在国内融资时遇到了障碍，相关地方政府及金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

机构由于实际控制人贾跃亭的失信人身份，不能给FF中国提供贷款等支持，除非贾跃亭与FF中国划清界限。

为了得到资金续命，贾跃亭也是拼了。2018年7月26日，他正式辞去在Smart King、FF以及旗下所有子公司的董事职位，仅留任CEO，后将自己价值14.8亿美元的FF股份，转让到一位神秘朋友的名下。然而，这一形式上的辞职并未得到内地有关部门的认可。广州市南沙区投资发展局的一份来函称："贾跃亭这位失信被执行人依旧担任着FF的CEO，这给FF中国业务和南沙工厂项目带来极其负面的影响。因此，这会破坏政府机关对该项目的支持力度，建议股东方（恒大）调整他的CEO职位。"此外，FF中国的外汇账户依旧处于遭金融机构申请冻结状态，尽管恒大几经努力，试图解冻FF中国的外汇账户，但金融机构对贾跃亭和FF还是有着诸多质疑。鉴于此，恒大方面迟迟没有付款。FF亟需资金，但留任FF的CEO是贾跃亭的底线，贾跃亭在彻底出局做个富家翁与坚守底线继续干之间，痛苦地抉择了好几天。最终，他选择与恒大决裂。

2018年9月21日，Smart King召开电话董事会，7位董事全部出席，包括代表恒大的夏海钧和彭建军，以及贾跃亭提名的5位董事。贾跃亭提名的董事表示，FF已经收到其他财团明确的投资意向。"在恒大既不付款，又不同意FF寻求外部融资的情况下"，该董事提议，表决"Smart King寻求一切替代（恒大）性融资"的动议。尽管夏海钧和彭建军投出反对票，该动议依旧以5比2的投票结果通过。Smart King董事会决定，10月3日向香港国际仲裁中心提出仲裁申请，诉请先通过紧急救助程序打破恒大的融资限制，继而再通过最终仲裁程序解除与恒大的投资关系。

后来，经过两个多月的口水战，于2018年12月31日，FF与恒大健康签署了Smart King的重组协议，正式宣告"离婚"。在资产分割上，恒大方面分得投资2亿美元建设的广州南沙工厂等相关境内资产，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

FF原股东分得包括全部知识产权在内的其他资产。恒大健康先前支付给FF的6亿美元普通股转变为32%的优先股，但FF在5年内有权按约定价格回购这些优先股。

将投资人告上仲裁庭、有车没钱的贾跃亭，重新获得了对外融资的权利；而已经投了200亿元、有钱没车的许家印，还要继续他的造车梦吗？

（四）另起炉灶，15天收购国能汽车

经过与贾跃亭的这场闹剧，很多人都以为恒大的造车之路会就此告一段落。大家没有想到的是，进入2019年，恒大造车的步伐不仅没有停止，反而又一次让外界见识了什么叫恒大速度。

2019年1月15日，恒大健康宣布以9.3亿美元（约合人民币63亿元）收购国能汽车51%的股权，再次拥有了新能源整车制造资质。与上一次最大的不同是，恒大这次直接得到了绝对控制权。原来，在与FF分手后，恒大方面托人第一时间找到了国能汽车的创始人蒋大龙。

资料显示，1965年出生于中国山东的瑞典籍华人蒋大龙，有着传奇的人生经历。他曾担任沃尔沃集团高级投资顾问，并以沃尔沃中国项目副总裁的身份参与沃尔沃与中国重汽的合资项目。后来机缘巧合，他自己创业，进入能源行业，创立以秸秆为燃料的生物质发电公司，并在后期与国家电网等企业合资组建国能生物，将之发展成为全球生物质发电公司中的翘楚。2011年，他的前同事，沃尔沃集团的一位副总裁告诉他，拥有75年历史的瑞典萨博汽车公司有可能被通用汽车出售，问他敢不敢变卖全部产业，赌上一把，收购萨博？2012年初，他们注册成立了国能电动汽车瑞典有限公司（NEVS），并在激烈的竞标中战胜另外两家中国企业，成功收购了萨博核心资产及9-3级凤凰平台的知识产权，并将工程师与大部分员工招致麾下。随后，为支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

付收购对价，他变卖了生物质发电公司的全部股权，放弃了每年坐收几亿元利润的舒适生活，开始了二次创业。2015年6月，蒋大龙又在天津滨海高新区注册成立了国能新能源汽车有限责任公司，注册资本金24亿元，项目总投资42亿元。项目一期年产5万辆纯电动乘用车，规划产能22万辆。2015年10月开工建设，是天津市20大重点项目之一。2017年1月25日，国家发改委正式核准公示该项目，这标志着国能新能源成为国内第9张新建纯电动乘用车资质的获得者。2017年底，工厂就启动了小批量生产。2018年6月，国能汽车又与上海市松江区签订了投资建厂的协议。

2019年1月初，在恒大找到蒋大龙后，仅仅15天，双方就愉快地签署了收购协议。恒大掌握控股权，蒋大龙出任恒大新能源汽车集团董事长。在被媒体问及为何出让控制权时，蒋大龙大气地回答：“谁控制公司对我来说不是最重要的，谁控制要看他提供的资源有多大。”

（五）买买买，全产业链布局补短板

在2019年3月26日举行的年度业绩发布会上，许家印直接把一年前提出的“以高科技产业为龙头”具体化为“以新能源汽车产业为龙头”，并又一次宣布恒大的产业战略布局已经完成，未来5年将不再进入新的大产业。这样，经过长达9年的多元化探索，中国恒大最终定型为“以民生地产为基础，以文化旅游和健康养生为两翼，以新能源汽车为龙头”的大型民营企业集团。

会上，许家印首先饶有兴致地给大家介绍了为什么投资新能源汽车产业。他认为随着世界各国相继制定停产传统燃油汽车的时间表，全球新能源汽车的市场空间将持续高增长，并最终形成规模十万亿级的大市场。由于恒大已经是5000多亿元规模的大企业，多元发展的方向必须是万亿级的大市场，新能源汽车符合这一标准。至于怎么做？恒大有雄厚的资金实力，缺什么，就可以买什么。恒大缺什么呢？最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

核心的就是整车制造资质、动力电池技术和电机技术。除此之外，其他方面都是买方市场，可以直接从市场上采购。

其实在许家印说这些话时，恒大在2019年之初就已经迅速落下“三子”。除了上面介绍的收购国能汽车外，2019年1月24日，恒大健康再次发布公告，以10.6亿元人民币入主动力电池企业卡耐新能源，持股58%成为其最大的股东，一举掌握动力电池生产制造的核心技术。卡耐新能源是由中国汽车技术研究中心（国务院国资委直属机构）与日本电池巨头ENAX共同创立的，是国家动力电池和电池系统系列标准的主要制定者之一，也是上汽集团、江铃集团等汽车品牌的电池供应商。它在2018年国内动力电池装机量排行榜中排名行业第10，在软包动力电池装机量中排名国内第3。值得一提的是，卡耐新能源已经量产的电芯能量密度最高可达250Wh/kg，而280Wh/kg的中高镍电芯产品也即将装车，300Wh/kg、350Wh/kg的高镍NCM811、NCA电芯产品已完成研发，并已经完全具备量产条件，其产品性能处于业界顶尖水平。卡耐新能源拥有300余名技术研发专家，技术团队总人数已超1500人。卡耐新能源已在上海、江西、广西、江苏建立了四大生产基地，计划建设多个年产能60GWh的超级工厂，以满足阶段性的巨大市场需求。

短短5天之后，1月29日，恒大健康又发公告称，NEVS将先投资1.5亿欧元入股柯尼赛格，随后再出资1.5亿美元与柯尼赛格（出资7000万美元）成立合资项目公司并占65%股权，这意味着恒大将获得柯尼赛格的若干知识及工业产权的许可。柯尼赛格是一家总部位于瑞典的超级跑车公司，是世界超跑的巅峰品牌之一，素有“幽灵跑车”的美誉，其量产车最高速度超447km/h，0-400-0km/h的用时仅33.29s，创造多项世界纪录。除此以外，柯尼赛格在轻量化、动力驱动系统、电气化、智能驾驶等领域拥有多项世界领先的科技，具有全球顶尖的新能源汽车技术。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此后，3月15日，恒大健康再以5亿元人民币收购泰特机电有限公司70%股份，后者100%持有荷兰e-Traction公司股份。而荷兰e-Traction公司拥有国际最先进的轮毂电机技术，已达量产并在大型商用车领域得到广泛应用。两个多月后，恒大又全资收购了世界顶级乘用车轮毂电机公司英国Protean。所谓轮毂电机技术，就是将汽车的“动力、传动、制动”系统整合成为一套电机，直接植入汽车轮毂里驱动车轮，从而省去了减速箱、传动轴、差速器等80%的传动部件，极大提升传动效率，减少用电量，整车重量也将大大减轻。更加高效、节能、轻量化、小型化等优点，使轮毂电机技术成为全球汽车产业的发展方向，同时也将极大促进新能源汽车在智能化、动力传动、续航里程等领域的全面突破。

继2018年先后在FF和广汇集团投入210亿元后，2019年前5个月，恒大就又拍出了大约100亿元“买买买”，而整个2019年，许家印对新能源汽车产业的投资预算是200亿元。在短短一年多的时间里，恒大集团就已经拥有了新能源汽车的整车研发和制造等资质和技术、动力电池技术、电机驱动技术，以及销售渠道。除此之外，恒大还在广州南沙拥有占地600亩的生产研发基地，并获得了NEVS位于瑞典特罗尔海坦及中国天津、上海的三大生产基地。

2019年3月16日，恒大国能新能源汽车集团全球战略合作伙伴峰会在天津召开，恒大集团董事局主席许家印、恒大新能源汽车集团董事长蒋大龙、总裁彭建军、瑞典CEO兼研究院院长Stefan Tilk、中国工程院院士郭孔辉、德国采埃孚（ZF）集团总裁Herold Winfried等800多位企业家和行业精英出席活动。许家印在峰会现场表示，新能源汽车产业拥有巨大的市场空间，恒大已经完成在新能源汽车领域的全产业链布局，并具备世界领先的技术实力，将力争在3~5年内成为世界规模最大、实力最强的新能源汽车集团，为中国从汽车大国走向汽车强国做出积极贡献。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

截至2019年6月，恒大新能源汽车集团完成了全国五大整车生产制造基地的选址和布局，依次为广州（南）、沈阳（北）、南通（东）、贵阳（西）、郑州（中）。这其中并不包括原国能汽车在天津已落成的生产基地。

恒大造车，挑战巨大，成败难料。部分中国恒大投资者选择用脚投票，回避风险。许家印对此表示理解，他在业绩发布会上这样看待近些年投资者与管理层之间的分歧：“投资者希望公司负债率下来，利润指标上去，股票赚了钱就走啦；但管理层要从百年老店角度考虑，既要实现公司跨越式发展，又要保障运营安全。”勇于冒险，不断挑战更高的山峰，方为杰出企业家本色。恒大新能源汽车，你能行吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下篇　价值投资，颠簸的财务自由之路

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十章　恒大为什么是好公司

一、好公司，一见钟情

（一）离开华为，转型投资

2010年3月15日，是我有意选择的考勤截止日，距离1999年3月16日到华为报到，整整11年。

常有人问我，华为这么好，为什么离职？坦率地说，最主要的原因是：华为的主航道是研发和销售，这是直接创造价值的两大环节，公司在待遇和晋升机会上向主航道的员工倾斜，是合理而公平的，而不走主航道的我，在职业晋升通道上是受限制的。我的专业背景是数学和企业管理学，做不了研发；我不喜欢烟酒应酬，只会哑巴英语，所以不愿意也不擅长做国内或海外的客户经理。在华为的11年，虽然中间也曾短暂做过光传输产品行销经理和IT解决方案专员，但真正能让我热爱并发挥特长的，是前3年的市场计划岗位和后5年的商务及利润管理工作，这两者都不是主航道。

离职前两三年，我的脑海里一直在酝酿一种理想化的职业生涯规划，即每8~10年为一个阶段，从事某项自己热爱的事业，每两个阶段中间则休息两年，充充电，为转型做准备。不过离职也不能说走就走，也要等待恰当的时机，于是在华为效力了11年。

在规划第二阶段的事业方向时，我特别强调，一定要走所在行业的主航道。最初设想的发展方向主要有两个：一是管理咨询，二是金融投资。离职后，经过对相关行业的了解和比较，我先排除了管理咨询，再排除了投资的卖方（即券商分析师），又排除了一级市场股权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资，最后锁定到二级市场股票投资上，并选定了巴菲特式价值投资之路。我发现，这项事业能充分施展我在知识、技能和工作经验等方面所有的优势，几乎没有浪费。从定性角度，巴菲特式价值投资要投好公司，而我有企业管理学的理论知识和华为的工作经验，对中国好公司有比较深刻的理解。从定量角度来看，价值投资对企业估值的核心就是从外部预测企业未来的利润，而我既有数学的基础、精通管理会计，又在华为从事过8年的市场预测和利润管理工作，可谓高度相关。

赋闲在家的这段时间里，我去了西藏、新疆，带着父母多省自驾游；阅读了几十本投资相关的书籍；在华尔街英语学校上了两年课，告别了哑巴英语；花一年时间自学CFA（Chartered Financial Analyst，特许金融分析师）并通过二级考试，大体相当于一个没有毕业论文的金融学硕士学位；和夫人孕育了宝宝，全程陪伴产假……

到2012年9月份，我从华为离职已经两年半了，做好了开启股票价值投资事业的准备。因为读过但斌老师的专著《时间的玫瑰》，获益匪浅，于是准备了一份简历，把过去两年对宇通客车（600066.SH）的研究成果整理成一份报告，就去毛遂自荐了。承蒙但斌老师不弃，我有幸加入深圳市东方港湾投资管理股份有限公司工作学习，担任研究员。直到这时，我才开始接触港股。

（二）初识恒大因足球

2013年1月11日，国元证券在深圳组织了一场香港上市公司路演活动，邀请大客户和二三十家上市公司的投资者关系负责人面对面交流，我也跟着同事们一起去参加了。当天上午的活动分散在十几个房间，每个房间由一家上市公司连续交流三场，一场一小时，机构投资者有选择地参加，每场听一家感兴趣的公司。前一天看到会议议程时，我就特别注意到与会上市公司中有一家“恒大地产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（HK.3333）”。咦？莫非跟广州恒大足球俱乐部有什么关系？一查，果然，广州恒大足球俱乐部正是恒大地产集团的全资子公司。

当时，我已经是广州恒大的忠实球迷。其实在2011年以前，我只是中国国家队和家乡那支中超球队的球迷。虽然中国男足国家队给球迷带来的失望和痛苦远多于幸福和快乐，虽然家乡球队小本经营、不思进取，还不时踢默契球，甚至曾故意连续输球做掉主教练，但或因爱祖国、爱家乡，我还是主要看他们的比赛。但是，2011年7月以后，隔壁城市广州恒大队的优异表现吸引了我，渐渐地每场必看。到2012年，初登亚冠舞台的广州恒大队首次亮相就在客场5:1横扫韩国王牌劲旅全北现代，我彻底被征服，从此“转会”成广州恒大的球迷。

球迷看球，说到底还是要追求快乐，不是为了长期受折磨，国家队没得选，俱乐部还是可以选择的。那段时间，全国无数“死了心”的老球迷，因为广州恒大而重新关注中超联赛。广州恒大5年夺亚冠的宏伟目标和与之配套的大手笔资金投入震撼了我，也使所有恒大球迷内心有了盼头。此外，广州恒大独树一帜的管理和激励制度让我眼前一亮，包括严格执行的“三五队规”，保障主教练绝对权威的一系列制度，以及全世界独一无二的输球倒扣奖金的制度。既有远大抱负，又有强大执行力，严格按制度管理并赏罚分明，这不正是教科书上一切优秀团队的共性么？虽然当时我并没有投资港股，甚至不知道恒大集团的主业是房地产，但以我企业管理专业背景和在中国最杰出的企业华为工作过的经验告诉我：恒大是家好公司！广州恒大足球俱乐部能取得成功！

来不及提前做功课，第二天我就直接走进恒大地产路演的房间。代表恒大方面出席的是投资者关系负责人陈奋先生和一位香港籍财务经理。陈奋三十出头，一米八的身高、年轻帅气，金丝眼镜、文质彬彬，西装笔挺、风度翩翩。陈奋首先向投资者介绍公司：恒大聚焦民生地产，深耕二三线城市；共有218个项目，土地储备1.47亿平方米，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

平均楼面地价648元 / 平方米；采用中央集权式的标准化运营管理模式，统一采购，全国配送，快速开发，精装修交楼……然后是回答投资者提问，我问不出专业问题，只问了个足球的问题。一场路演结束，意犹未尽，我决定不去其他会场，留下来再听一场。听完第二场，我还是没有动，又听了第三场。唯一连听三场的我，也引起了陈奋的注意。会后，双方交换了名片，陈奋礼貌地邀请我有时间来公司参观调研。

（三）真正的高成长

回来后，我立即访问了恒大地产集团的官方网站。首先看到的是“恒大”二字的含义，顿觉大气磅礴：“古往今来连绵不断，曰恒；天地万物增益发展，曰大。”有时候，企业的名称，可以使人感受到企业家创业时的豪情，就像“华为”二字，意指“中华有为”，令热血青年心潮澎湃。继而看到“民生为本、产业报国”“雄关漫道、携手同跃”的董事长寄语不禁有所感慨。当年毕业时，我放弃世界500强的外企职位而选择华为，除了薪酬高、喜欢深圳，也有产业报国的情怀。随后看到“质量树品牌、诚信立伟业”的企业宗旨，“艰苦创业、无私奉献、努力拼搏、开拓进取”的企业精神，“精心策划、狠抓落实、办事高效”的企业作风，不觉联想到华为企业文化中“以奋斗者为本”“不让雷锋吃亏”“烧不死的鸟是凤凰”那些铿锵字句。恒大集团官网上这些似曾相识、让人倍感亲切的话语，使我加深了对这家企业的认同感。一般人可能对这些口号没有太多感觉，甚至觉得空洞、肉麻，但我在华为11年的经历告诉我，中国真的有志在千里的企业家，有融入员工血液的狼性企业文化，有为中华之崛起而奋斗的一大群人。

很快我查到恒大地产上市前后的历年销售数据：2007年合约销售32亿元，2008年60亿元，2009年上市当年303亿元，2010年504亿元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2011年804亿元。看到这样的成长轨迹时，我立即联想到了早期的华为。成立于1988年的华为，在1992年销售额首次突破了1亿元，随后迎来了爆发式增长，1993年4亿元，1994年8亿元，1995年15亿元，1996年26亿元，1997年41亿元，1998年89亿元，我入职的1999年是120亿元，随后的2000年达到220亿元。有时看到A股上市的一些所谓成长股，在企业规模还很小的时候，营收和利润的复合增速不过百分之二三十，我不禁喷道："这也叫成长股？"或许只是因为它们太小，离天花板还太遥远，才被称为"成长股"罢了。

2012年由于严厉的行业调控，恒大地产的销售增速看起来也大为放缓，全年销售额923亿元，同比增长15%。当年房地产行业同比增长9%，万科同比增长17%。恒大的高速增长期是否到头了呢？我当时并没有简单地下结论，因为在2001年和2002年IT泡沫破裂时期，华为的销售额也曾徘徊两年，2001年225亿元，2002年221亿元。不过2003年行业复苏后，华为就以317亿元的销售额重拾升势，开启了新一轮的高增长。恒大地产是否能恢复高增长，还有待进一步研究。

（四）业绩可预测

在查阅恒大地产历年财务报告时，我发现了一个现象：地产企业的报表营业收入较合约销售额有明显的滞后性。以恒大地产为例，2009年至2011年的合约销售额依次为303亿元、504亿元和804亿元，而报表营业收入分别只有57亿元、458亿元和619亿元。我又看了万科和保利的年报，这种滞后现象也非常明显。结合自身买房经历，自行脑补一下就想明白了。2004年我在深圳首次置业时，买的是尾盘现房，交完首付办好按揭后就拿钥匙装修了；而2006年10月二次置业时买的是期房，办好按揭、月供后一年多，到2007年底才交楼入住。现实中，国内地产商每月披露的合约销售数据中大部分都是预售合同，只有小部分是现房销售合同，而按照当时地产行业的会计准则，房子只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有交付给业主后才算完成所有权转移，地产开发企业才能确认收入。我买的第一套房，从合约销售到报表确认营业收入的时间间隔可能只有一两周，而第二套房，时差在一年以上。

看到房地产行业的这一特性，我心中暗喜。因为有合约销售额这一前瞻指标，滞后的营业收入和利润数据就好预测多了，而预测正是我的强项。1999年进华为后我的第一个岗位就是市场计划，主要职责就是预测某条产品线所有产品每个月的订货数量和要求交货数量，用以指引供应链采购和生产备货。其中的订货数量以华为与客户签订销售合同为准，要求交货数量则以设备生产好从华为工厂发出为准。我的工作就是跟踪已经立项的在谈项目，预测签单的时间和数量范围，先做出未来几个月的订货数量预测，再根据从签单到交货时间差的统计规律，推导出未来各月的要求交货预测。当时我的一项研究成果，就是发现订单从订货到要货的时间间隔服从对数正态分布。

做价值投资其实就是赚预期差，买入未来实际业绩远好于市场预期的企业股票，卖出未来实际业绩不及市场预期的企业股票。所谓某支股票的市场预期，就是股市里所有关注这支股票的人，对其未来业绩预测的加权平均值，权重的大小，取决于各人可投入的资金。价值投资者要想赚钱，就要利用市场的错误预期，比市场预测得更准确。现实中，10年以上只能畅想不可预测，5年以上只能大致拍拍脑袋，靠谱地预测出未来3年的净利润至关重要。如果连3年都看不清，那就不能叫投资了，而是投机或赌博。

我很快意识到，房地产行业，是业绩相对容易预测的行业之一。一是前面提到的，合约销售数据是报表营业收入的领先指标，通常领先一到两年；二是房地产行业拿地又领先于合约销售若干年。开发商盖房子首先要买地，而土地成本往往是房屋建造成本中最重要的部分。对大型开发商来说，建筑安装成本、利息成本、营销和管理费用都能控制在一定范围内，决定利润的主要就是地价和售价。开发商一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

旦拿到土地，地价就锁定了，变数就只剩售价，利润预测就容易多了。通常，开发商从拿地到预售，在有些城市最快半年，有些城市最快一年多，如果囤地暂不开发，时间间隔可能长达数年。而即便拿地后很快预售，但受制于工期，以高层住宅为例，从拿地到交楼确认收入，通常需要3年时间，最快也要两年半。这意味着，房地产企业今天交楼结算确认的营业收入，其地价成本早在3年前就锁定了，其销售价格，平均在一年多以前就能够知道了。房地产行业的上述特性，决定了未来3年的业绩具有很强的可预测性。

（五）迫不及待地买入建仓

进一步，我又查阅了恒大地产上市后历年的归股东净利润数据：2009年是11亿元，2010年80亿元，2011年118亿元。虽然毛利率有起伏，3年依次为34%、29%、33%，但净利润总额基本随着营业收入的增长而增长。在2011年只结算了619亿元营业收入的情况下，就产生了118亿元的净利润，那当2012年约900亿元合约销售额一两年后转为营业收入时，毛利额和净利润理应更高。如果恒大地产的合约销售能够恢复较快增长，净利润较大概率能长期保持增长趋势。但是，2012年底，恒大地产的市值只有640亿港元，折合人民币516亿元，相对于2011年净利润，只有4.4倍静态市盈率，与当时我股票池中其他行业的A股、港股蓝筹股相比，直观的印象是：“哇，好便宜！”即便在房地产行业内，在香港上市的内地龙头房企中国海外发展，年合约销售额与恒大地产相近，市值却高达2500亿港元，华润置地合约销售额不到恒大六成，却也有1200多亿港元市值。一家高速成长中的企业，竟然只给4倍多的市盈率，立即吊起了我的胃口。莫非，这会是一个绝佳的投资机会？

印象中的好公司、销售高成长、业绩可预测的行业属性、匪夷所思的低估值，使我当即决定，正式开始研究房地产行业，并把恒大地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产放入股票池，作为研究突破口。我的股票池，当时只有宇通客车、格力电器、贵州茅台、同仁堂科技、腾讯控股、新东方等少数几家。持仓的八成在A股的宇通客车和格力电器，两成在港股的同仁堂科技和少量的腾讯控股。贵州茅台之前有持仓，因为军委禁酒令和政府限制公款吃喝而卖出。

2013年1月14日和15日，我迫不及待地在个人香港股票账户上，买入了第一批恒大地产股票，平均成交价4.53港元／股，仓位大约9%。1月16日，股价小涨2%。但1月17日一开盘，恒大地产就直接低开大跌7.1%，搞得我一头雾水。看了公告才知道，原来，1月16日晚，恒大地产向部分机构投资者配售了10亿股新股，增发价为4.35港元／股，较前一交易日收盘价折让6.5%。这段历史在本书第四章第三节曾有介绍，这里不再重复。总之，对于游戏规则还没搞明白就急着买入的我，瞬间“中招”被套自然是相当不爽。不过想到买得并不多，下跌正好可以加大仓位，也就安下心来继续去研究公司的基本面了。

二、知己知彼，百战不殆

（一）空头怎么看？

做投资，除了要熟知企业基本面，你还应该对对手的想法了如指掌。在发现恒大地产很有可能被市场严重低估之后，我迫不及待地想知道：为什么会如此低估？市场究竟在顾忌什么？有什么你不知道的坏消息？稍微一打听，在港股浸淫多年的资深投资者竟然都知道恒大，而且众口一词地认为恒大地产是一家危险的企业，绝对应该回避，说不定什么时候就倒了，还告诫我便宜绝不是买入的理由。很快，我在网上也了解到2008年恒大地产首次上市失败，现金流差点断裂的往事，了解到2012年6月被香橼做空的事件，也了解到资本市场近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

几年来对恒大地产的担忧主要集中在高负债发展和聚焦三四线城市这两点上。

2010年之后，随着越来越多的一二线城市加入了限购的行列，全国商品房市场空间增速逐年放缓。到2012年，销售总额增速已经降到个位数，销售总面积更是负增长1%。行业空间见顶、调控加剧，使得当时国内外股票投资者普遍对中国房地产行业的前景非常悲观，大多数机构都清空了地产股。少数仍然配置内房股的海外投资者，也偏好中国海外发展、华润置地、万科企业这样低负债、有国企背景的开发商，觉得他们即便在楼市崩盘的情况下也不存在破产风险。对于风险偏好比较高的内地投资者，即便选择民营地产商，也主要考虑布局一二线城市的开发商，如融创中国、龙湖、富力地产，因为他们觉得一二线城市限购说明供不应求，但三四线城市却由于前几年供地过多，普遍出现了供过于求和库存积压的现象。于是，像恒大地产这样净负债率高、城市布局重心又在三四线城市的民营开发商的股票，专业投资者鲜有问津，买它的主要是贪便宜的业余散户。

初步了解了市场的态度后，我当然不会就此放弃对恒大地产的研究，反而觉得，既然恒大的销售额能如此快速地增长，必有过人之处。市场公认的好公司很难有好的价格，争议大的好公司往往才是绝佳的投资机会。1999年我加入华为的时候，在外界眼中，华为也是一家非常神秘、充满争议的企业。应聘前，一位颇有见识的同学善意提醒我：“别去华为，华为很变态。”2000年前后，媒体曾为华为的高负债感到担忧，特别是如果员工持股发生挤兑，华为会瞬间破产。2006年到2008年，华为接连发生多起员工跳楼及猝死事件，引发全社会对华为狼性文化的巨大争议。2007年，为了规避新劳动法有关工作满8年不得随意解聘的条款，华为发生了7000名老员工“集体离职再入职”事件，也引起过轩然大波。不过，作为了解真相的华为内部员工，我们懒得与外界争辩，有时间还不如埋头干活儿。由于通信设备是B2B市场，不需要打广告，离公众比较远，华为又很低调，所以即便

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在通信设备领域已经取得了非常了不起的成就，国内还是有很多人不知道华为、不了解华为。直到后来，在B2C领域，华为智能手机大获成功后，知名度和美誉度才得到了空前的提升，华为才成为国内公认的王者、企业学习的标杆，批评、质疑的声音也就渐渐远去了。

特别是当我看到香橼在做空恒大地产的报告中，连投资足球都被当成一项罪名时，作为企业管理专业市场营销方向的研究生和一名球迷，我明白这种指控显然是短视而荒谬的。当时，恒大足球每年投入几亿元就已经连续两年夺得中超冠军，并在亚冠赛场上打破恐韩症，成为亚冠冠军的有力争夺者，在全国球迷中获得了极高的知名度和美誉度，这种品牌宣传效果是几十亿元广告费都换不来的。既然这一点指控是不成立的，那会不会其他的“罪名”也不成立呢？我需要逐项深入研究，得出自己的独立判断。

人就是这样，一旦预设立场，就会戴着有色眼镜看事物。当你对恒大有好感时，你就会觉得许家印是位有理想、敢拼搏的杰出企业家，会觉得恒大能度过2008年危机是许家印的高情商起了关键作用，会觉得投资足球是经典的品牌宣传案例；但如果你对恒大抱有先入为主的负面态度，你会觉得许家印就是个冒险家、暴发户，恒大没在2008年危机中倒下纯属侥幸，搞足球就是媚上邀宠、挥霍股东钱财。

（二）草根调研看项目

在坐在电脑前逐条深入研究看空观点之前，我打算先去“草根调研”一下恒大的楼盘。所谓草根调研，就是不与上市公司事先打招呼，投资者直接去暗访上市公司的经销商、代理商、专卖店、大卖场、供应商、加工厂、客户等，获得局部的一手调研信息。具体到房地产行业，较为常见的草根调研形式就是以意向购房者的身份去开发商的在售楼盘实地考察，通过参观样板房、与置业顾问交谈等方式获取感兴趣的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我曾经是很喜欢实地看楼盘的。2004年首次置业时，决策很草率，第一天看第二天就买了。2006年选购改善住房时就用心多了，多个楼盘反复比较，做了不少功课。买完后还意犹未尽，看楼一度成为一项业余爱好。在2007年和2008年的周末，深圳推出的很多新盘我都亲自跑去看过。2013年春节前，我作为私募基金研究员，花了四五天时间，自驾走访了位于广州、中山、清远、东莞的8个恒大地产项目，获得了几点深刻印象。

第一个印象就是欧式风格的园林美得像公园，每个楼盘都配有数千平方米的人工大湖。我曾经认为深圳住宅小区的园林已经很不错了，和中国北方城市的小区相比高出几个档次，但看过东莞南城恒大御湖项目一万平方米的人工湖后，我这个深圳人居然有了投资的念头。在寸土寸金的深圳，园林中是配不起这么大的人工湖的，而恒大的项目通常占地面积比较大，分多期开发，其中一期都会配有人工湖。当一期售楼处开放时，人工湖、园林景观连同样板间都已经建好，前来看房者怎能不怦然心动?

第二个印象是精装修和性价比。除了独栋别墅，恒大的楼盘居然100%赠送精装修，没有毛坯房可卖，这对于已经有过两次装修经验的我来说，是可以想象的省时省力，虽然再买房我还是倾向于自己个性化装修。另外一点打动看房者的是，恒大的精装修房性价比颇高，比如号称1200元／平方米的精装修标准，售价却只比周边的毛坯房高六七百。虽然当时中国购房者中愿意选择精装修房的比例还不高，但对于这部分想买精装修房的客户来说，恒大的楼盘在很多片区都是独家选择。

第三个印象是恒大的大多数项目不在市中心。中山的恒大绿洲项目当时还在市区边缘，周边还在建设中，新盘林立。东莞的3个项目只有一个在成熟闹市区，另外两个位于城南和城西的新区。清远恒大银湖城项目位于广州花都和清远市区中间的一个高速公路出口处，离花

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

都二三十公里，主要面向广州客户销售，据说项目门口规划了轻轨站，几年后就可以直通广州，而5 000元／平方米左右的房价不到广州市区房价的一半。项目用地本来是荒山，我去参观时，后期用地里还有很多挖掘机在移山。清远另一个项目恒大金碧天下更是距离广州七八十公里，周边有些旅游景点，小区自带酒店及相关配套设施，很适合企事业单位外出召开会议，另一个卖点是建成开学不久的恒大皇马足球学校。由于位置偏远、地价极低，当时这个项目的售价只有4 000元／平方米出头。

第四个也是最突出的印象就是标准化，恒大的楼盘真的就像一个模子刻出来的。完全一样的塔楼外立面，开着车从很远就能认出那是恒大的项目；完全一样的小区大门；完全一样的湖边四层楼会所；完全一样的亭台、雕塑、栏杆；样板间中完全一样的吊灯、壁纸、门把手。

一圈调研下来，感觉广州、东莞、中山的楼市都还可以，清远市区则严重地供过于求，到处都是在售新盘，每平方米价格低至四五千元。不过好在，恒大并未在清远市区拿地，两个旅游地产项目都是面向广州客户的。

这次草根调研，使我比较深刻地理解了恒大官网上所提及的那些发展战略以及陈奋在路演中所讲的内容，比如“标准化”“总部统一采购”“精装修”“普通住宅豪宅配套”等。套用我的工作经验和所学过的管理学理论，很容易得出以下结论：标准化战略可以最大限度地减少物料种类、增加单一物料的采购数量，从而通过总部统一招标、集中采购、统一配送来降低成本；精装修和普通住宅豪宅配套实际上是一种产品差异化策略，能使恒大的产品与竞争对手的产品区别开来；而最终打动消费者的，是突出的性价比，民生住宅是要让利老百姓的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于投资者来说，房地产公司的一个最大好处是透明，你可以实地考察每一个项目，了解拿地成本和销售情况。银行就不同了，重点贷款企业名单是不透明的。后来几年，特别是成为自由投资人之后，我经常带着家人在国内自驾游，所到之处如有恒大楼盘，往往会作为一个景点去参观，前后看过50多个城市的100多个项目。

春节后，我打电话给陈奋，约时间去公司调研。他在恒大集团香港办事处接待了我。这次我准备了一些问题，一个侧重点是企业文化和人力资源，比如员工平均年龄、离职率、薪酬水平及在行业中的竞争力、午休文化、加班情况、绩效考核、员工是否崇拜老板等。陈奋回答恒大加班非常普遍，新员工两年内的离职率比较高，不适应这种工作氛围的就会离开，但两年后就很稳定了，老员工非常崇拜许老板。我心中暗想，很好，华为也是这样。陈奋很奇怪我怎么会问这些问题，其他投资者都问土地储备、负债率那些问题，从没有人问这些。我跟他讲我出身华为，我判断好公司的一个重要标准是企业家和企业文化这些软的东西，而不单单是冷冰冰的财务指标。之后，我又询问了一些有助于我做收入、利润预测的问题，比如住宅建设周期、销售去化率、平均建安成本等。交谈中得知，陈奋曾是许家印的首任大秘，早年经常帮老板拎包，一起跋山涉水看项目。

调研回来后，我很快把香港账户中的同仁堂科技全部换成恒大地产。2月底，恒大地产已占我个人账户总仓位的15%，加仓成本为4.00~4.35港元／股。不同行业的股票放在一起对比，性价比差得太远。为什么医药行业龙头不到20%的净利润增速可以享受20多倍的市盈率，而地产行业龙头更高的成长性却只有不到5倍市盈率，难道两者赚的不是同一种人民币？

三、好公司的“护城河”

（一）“烟屁股”还是好公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2010年从华为离职后，拜读了一系列投资经典名著。经过思考比较，结合个人优势，我没有在其他方向上试错，就直接走上了“巴菲特式”价值投资的康庄大道。投资有很多门派，派内又有分支，彼此之间并无高低贵贱之分，各有顶尖高手能在市场中长期获取超额收益，价值投资是其中一个比较主流的门派。

价值投资的开山鼻祖是本杰明•格雷厄姆，有“华尔街教父”的美誉。在他之前，股票市场就是一个投机和赌博的场所。格老对投资和投机做了区分，他认为投资行为必须同时具备三个特征：以深入研究为基础，能够保障本金安全，追求合理的回报。三者缺一即为投机行为。格老所定义的投资，是狭义的投资，后来人们更习惯称之为价值投资。人们通常说的投资则是广义的投资，包括价值投资和格老所说的一切投机行为。“以深入研究为基础”指的是研究企业的基本面，并评估内在价值；“保障本金安全”的关键在于以显著低于内在价值的价格买入，比如“四折”，买得足够便宜，就有了“安全边际”，就能够容忍不太严重的误判，大概率不亏；“追求合理的回报”特别强调不能借钱上杠杆，不要幻想一夜暴富。

沃伦•巴菲特年轻时是格雷厄姆的学生，对老师非常崇拜。不过，后来巴菲特与查理•芒格合作后，受菲利普•费雪成长股投资理念的影响，升级了自己的投资理念，自称为“85%的格雷厄姆+15%的费雪”。芒格曾挖苦格雷厄姆式的价值投资为“捡烟屁股”，看到地上抽剩的烟屁股，捡起来，抽几口就赶忙扔掉，不然容易烫手。格雷厄姆强调买便宜的公司，但不一定是好公司，也不会长期持有，往往四折买入，当股价回升到八九折时就卖出了。平庸企业如果长期持有，说不定哪天基本面突然恶化，比你的保守预期还差，原本买得再便宜也可能会亏钱。虽然这种“烫手”的现象不一定发生，但也经常发生。芒格曾说：“如果我知道自己会死在哪里，那我永远都不会去那里！”既然捡烟屁股经常烫手，那就最好不捡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特和芒格把格雷厄姆式价值投资进行了升级，强化了“深入研究基本面”，保留了“安全边际”，增加了“只买好公司”和“长期持有”，人们称之为“巴菲特式价值投资”。巴菲特有一句话很经典，诠释了这一转变和升级：“宁肯以合理的价格买入好公司，也不以便宜的价格买入平庸企业。”为什么要只买好公司？这是因为好公司“有下限”，业绩表现很难低于你的保守预期，却不时超出你的乐观预期，给你带来惊喜。这样，好公司的内在价值往往随着时间不断上升，加之以便宜的价格买入，就构成了“双保险”，亏钱就变得很难，赚钱则只是时间问题。

（二）好公司有“护城河”

好公司之所以“有下限”，是因为有“护城河”，即竞争对手不花费数年时间、不投入巨额资金就难以复制的长期竞争优势。好公司的净资产回报率（Return on Equity，ROE）长期显著高于社会平均水平，通常在20%以上。由于资本是流动的，如果一个行业普遍很赚钱，就会吸引新的竞争者加入；如果一家企业很赚钱，就会引发竞争对手学习模仿。竞争的加剧和产品的同质化，会使这个一度赚钱的行业或企业的ROE向社会平均水平回归，通常是8%~10%。相反，如果一个行业的平均ROE远低于社会平均水平，就不会有新的玩家进入，还会导致部分玩家退出，供给下降，价格回升，剩余玩家的平均ROE向社会平均水平回归。但是，有“护城河”的行业和企业就不一样了，护城河能够阻止新的玩家进入这个行业，或者让竞争对手短期内无法模仿，从而形成某种垄断，长期保持高ROE。

师从巴菲特的价值投资者，必备技能之一就是“识别好公司”，这通常需要三个步骤。第一步是筛选出那些过去5~10年平均净资产回报率在20%以上的企业。需要注意的是，不要直接采用财务报告上给出的净利润和净资产，账面净利率和净资产有时会被严重扭曲，需要先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

还原、再计算，关于这一点后面的章节会讲到。第二步是研究这些企业为何能取得如此优异的成绩，识别出他们有哪些长期竞争优势，即“护城河”。第三步则是判断这些长期竞争优势在未来5~10年能否保持下去，即“护城河”够不够宽、够不够深。

巴菲特说：“如果你不打算拥有一只股票10年，就不要持有10分钟。”这句话并非要求你买入一只股票就一定要持有10年，而是指在买的时候能够对企业的未来10年充满信心，这种信心的来源就是企业既宽又深的“护城河”。实战中，哪怕你看不清10年，5年是起码的要求，企业的长期竞争优势起码在未来5年内能够保持下去。

因此，要学习巴菲特式价值投资，你必须对“护城河”有深刻的理解。有一本书叫《巴菲特的护城河》，非常实用，作者是美国人帕特·多尔西，由刘寅龙翻译。书中列出了几种典型的“护城河”，可以让企业在相当长的时间内保持竞争优势。这些“护城河”包括转换成本、网络效应、长期低成本优势、规模优势、无形资产等，其中无形资产里包含垄断性的经营牌照、保密配方、专利、强大的品牌等。比如，腾讯的“护城河”是网络效应，即时通信系统赢者通吃，第二家很难生存，因为如果你朋友都在用微信，你也只能用微信。通信设备行业的“护城河”之一是转换成本，电信运营商一旦采用某家供应商的设备，切换到另一家就很麻烦，除非这家供应商停止提供服务了。微软的Office软件既有网络效应，又有转移成本。规模优势可以算华为等科技巨头现在的一种“护城河”，因为极少有新的玩家能负担得起巨额研发投入。中国的石油行业、银行业、电信运营业，都因经营牌照数量受限而得到保护，而贵州茅台的“护城河”是当地赤水河的水土环境不可复制以及强大的品牌口碑。《巴菲特的护城河》一书中还特别强调：巨大的市场份额、优质的产品、伟大的CEO是假“护城河”，否则柯达、IBM、通用就不会走下神坛。作者问，让一名卓越的管理者去管理一家没有“护城河”的企业，相较于让一名平庸的管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

理者去管理一家具有宽阔“护城河”的企业，谁会让投资者获得满意回报？

此书的内容令我受益匪浅，不过我有一点疑问：早期的华为，有什么“护城河”可言呢？强大的海外竞争对手倒是有转移成本的“护城河”以及令华为望尘莫及的规模优势和研发投入。同样，所有好公司都不是生来就有“护城河”，他们为何能战胜那些曾经非常强大的竞争对手呢？

经过思考，我认为，“杰出的创业企业家”也是一种“护城河”。首先，“杰出的创业企业家”和“伟大的CEO”并不相同，前者通常是企业的所有者，是一手把企业带大的人，不是接班人，不是职业经理人。创业企业家要想冠以“杰出”二字，必须先把企业带成符合上述标准的“好公司”，建立起“护城河”并不断挖深、拓宽，从而使企业持续取得远超社会平均水平的净资产回报率。当然，创业企业家再杰出，单打独斗也干不成大事，他必须要建立起一整套能凝聚人、激励人的管理制度和企业文化，能团结一大批人才共同奋斗。

为什么杰出企业家能成为一种“护城河”呢？首先因为稀缺，可遇不可求，所以竞争对手根本无法复制和效仿。比如，当代通信设备行业就只有一个任正非，所以就只有一家华为。他能够始终保持清晰的头脑，坚持自我批判，带领企业沿着正确的方向前进；他一手建立起华为狼性的企业文化，并把股票的收益权分给员工，保障了队伍强大的战斗力。因此，任正非本身就是华为的“护城河”，竞争对手想学也无法学。其次，“杰出的创业企业家”往往能领导企业30年以上，这对于价值投资者来说，已经是足够长的雪坡了，可以滚出很大的雪球。其实，能够坚持投资一家杰出企业10年的，往往都能取得10倍甚至数十倍的投资收益。

我原创的一个观点是：“一家企业的投资‘黄金年龄段’是15~30岁。”因为10岁之前，企业尚未完全解决生存问题；10~15岁会遇到发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

展瓶颈；30岁之后则容易患上“大企业病”以及面临接班人的问题，而且这时企业的优秀已经被大家公认，估值就很难便宜了。

另外，没有15年，投资者都不足以准确判断一名企业家是否是真正的“事业狂”，是否真正值得托付身家。在创业初期向投资者募集资金时，创业者个个都像拼命三郎，信誓旦旦地要干一番伟大的事业，但其中有些人内心可能早已规划好，打拼个十年八年，就套现了去享受生活，有些人在事业初步成功后就选择放慢脚步，甚至急流勇退。但如果一名企业家真的努力奋斗了15年，获得了巨大的成功，还能永无止境地追求更有挑战的目标，那他应该就是个事业狂了。如果他偏巧还需要外部资金，而且价格还被市场低估，那就会是绝好的投资机会。

四、地产行业中的华为

（一）恒大与华为

2013年2月27日，我连发了两条新浪微博：

【恒大地产——地产界的华为】作为纯民营企业，由一介草根许家印先生于1997年创立，从无到有的原始积累，至今已发展成与万科、保利、中海等齐名的一线地产商，绝对是行业奇葩。奇迹必然伴随高风险和外界质疑。去风险、去质疑的过程就是恒大价值回归的过程。

【恒大地产——2002年的华为】世纪之交，高速发展的华为也饱受外界质疑，随后又迎来IT泡沫破裂后的行业低谷。随后的华为增速放缓、经营日趋稳健、逐个超越对手问鼎全球。时间的检验将外界的质疑逐步变成认可和赞美。如今，经历了破产危机、被做空、行业调控的恒大地产正如2002年的华为，前进中去质疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当时，我研究恒大地产满打满算还不到两个月，为什么会把恒大和华为放在一起比较呢？一个是大家眼里暴发户云集的房地产行业的“问题龙头”，一个是万众仰慕的高科技行业领军企业，两者有可比性吗？我认为有，在企业家、企业文化、企业发展历程上，我认为两者有很多神似之处。

（二）任正非和许家印

任正非和许家印有许多共同点：大器晚成、志向远大、工作狂人、重视物质激励、奖罚分明、严惩腐败，在企业内部拥有绝对权威的同时对外又非常低调。

任正非43岁创业，许家印38岁创业，两人都有大学学历和丰富的社会阅历，都在生活窘迫中被逼创业。任正非曾说过，他下海纯属无奈。从部队转业到深圳南油集团后，任正非的家庭和事业上都出了状况。他的夫人转业后进入南油集团领导层，而他所在的南油下属企业连续亏损，再加上父母、弟妹和他们同住产生的生活压力，最终导致家庭解体。在解决生活压力和闯出一番新天地的双重动力之下，1988年任正非创办了华为，而启动资金只有区区的2万元，业务是销售通信设备。而许家印也因为在国企干了10年得不到提拔而下海到深圳打工，又因3000元钱的工资养家都难而冒险辞职，七八个人，白手起家创办恒大。他说，假如前老板给我的年薪是20万元或者10万元，我可能就不会去想自己创业的事情了。

杰出企业家往往拥有远大的志向，不会小富即安。不干则已，干就要做到最好，力争第一，而且在完成一个目标后立即开始挑战新的目标，永无止境，不断打开企业的发展空间。1994年，创业六七年的任正非就敢于在员工内部讲话中提出：“10年后，全球通信行业三分天下，华为占其一。”10年后其实没做到，不过到2013年时，就已经基本做到了。2004年，创业七八年的许家印就提出要在行业内做到规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

模一流、团队一流、品牌一流；2006年，又在集团年度工作会议上喊出“3年再造20个恒大”的口号并且真的于2009年实现了。就在我刚开始研究恒大的2013年初，许家印又在恒大集团系统年度工作会议上发表了题为《大发展、大战略、大智慧、大胜利》的讲话，提出到2020年恒大要实现第二次大跨越，用8年的时间再造6个恒大，要实现在全球房地产行业内“规模最大、队伍最优、管理最好、文化最深、品牌最响”的“五个之最”蓝图。据说，许家印曾在一次酒后问下属：“我怎样才能流芳百世？”当我听说一个四五十岁的人有这样的想法时，我一方面会佩服他的豪情万丈，另一方面也会觉得这样的人做事有底线，不会因不择手段而遗臭万年。

光有远大志向，不付出超越常人的努力是不行的。任正非就是个非常忘我的工作狂。在他的价值观里，事业远远重于家庭，他甚至会为了华为的工作，劝说下属离婚。在他一手建立的狼性企业文化中，长期提倡艰苦奋斗、无私奉献。在华为的很多部门，加班是常态，正点下班的人会觉得不好意思。所有员工手机24小时不得关机，哪怕是深夜或者在度假中。我在华为工作的11年中，除了每年春节，长达一周的有薪假只请过3次，一次是婚假、一次是太太住院需要陪伴、一次是离职前夕，其余都是短暂的事假。在华为的最后两三年中，周末接入欧洲的电话会议、凌晨接到来自拉丁美洲的求助电话都是常态。我是35岁从华为离职的，离职后经常对朋友说：“华为适合家境普通的35岁以下的男员工和30岁以下的女员工，艰苦奋斗十几年，就可以攒下第一桶金，之后就应该在事业与家庭之间做出平衡了。”虽然离职后能够尽情陪伴家人享受天伦之乐，但我仍然十分怀念那11年激情燃烧的岁月，并且向还在奋斗着的华为人致敬，他们才是中国崛起的脊梁。许家印，也是个以身作则、不折不扣的工作狂，在舞钢时就是，到中达也是，创办恒大后更是，即便事业已经取得很大成功后还是。就在2013年春节后的那次调研中，恒大地产投资者关系部的陈奋告诉我：老板刚在集团工作会议上提出“90/80/70”的要求，具体就是要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

求以他为首的高层领导一周工作90个小时，中层领导一周工作80个小时，一般员工一周工作70个小时。听到这点时我心中暗喜，这就是我想投资的企业。

要想马儿跑，就得让马儿吃饱草。精神的力量是强大的，但两位企业家也都深知物质激励才是硬道理。华为早期的员工以“60后”“70后”为主，那时候没有什么富二代，大家经济条件都一般，都希望努力工作多赚钱，改善家族的命运，并不计较多加班。任正非深谙人性，又非常无私，很早就把公司的股份收益权分给全体员工，并不断稀释。这些虚拟员工股早期的年化回报率高达70%，后期也有复合30%以上。因为有股份，一名毕业生在华为工作两年后，名义收入就开始超过在其他公司打工的同学了，而且差距会逐年拉大。只是，由于公司股票回报率超高，华为员工工作前几年，实际拿到手的现金并不多，而是又滚动买成公司股票了。许家印就是因为贡献和待遇不匹配才辞职创业，自然懂得己所不欲勿施于人。许家印始终注意员工的薪酬福利待遇，确保在行业内的竞争力。虽然因为需要上市融资的缘故，恒大的股份制度不可能像华为那样普惠，但对管理层和骨干员工的激励还是相当到位的。当时我注意到，上市前后恒大曾两次向150多名中高层管理人员授予9亿多股股票期权，其中公司二把手夏海钧博士被授予1亿股。除去股票期权，夏海钧博士2012年的年薪就高达1900万元，后来连续多年成为中国的“打工皇帝”。

薪酬待遇高，并不等于“大锅饭”。在发展机会、奖金和股票的分配上，任正非坚决向奋斗者倾斜、向市场和研发一线倾斜、向艰苦地区倾斜，以奋斗者为本，不让雷锋吃亏。与此同时，华为每隔两三年就要搞一轮末位淘汰，将不认同企业文化或者业绩不达标的员工淘汰出去。末位淘汰经常发生在行业环境比较好的时候，便于被淘汰的员工尽快找到新工作。而许家印则经常实施同一岗位的业绩大排名，非常强调重奖重罚。例如，在每个月的销售例会上，都会对所有地区分公司一把手及主要分管领导的关键绩效指标进行横向排名，前6名的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

重奖，后6名的当众做检讨。在恒大，领导干部被降职降薪是家常便饭，而30岁左右的年轻人也有可能被提拔成公司副总裁。正是因为恒大这种重奖重罚的机制被移植到广州恒大足球俱乐部，才使我早在2011年就“一望便觉恒大是好公司”。

敢踩红线者，“杀无赦”。企业高层管理人员的亲属开办公司，与企业发生关联交易，进行利益输送，是国内商场中相当普遍的现象，一些企业老板会选择睁一只眼、闭一只眼，甚至参与其中。不过，在华为和恒大，类似关联交易是被严令禁止的。我还在华为时，每年所有中高层甚至基层管理人员都会当着部门所有员工的面，右手握拳，庄严宣誓，绝不与公司发生任何形式的关联交易，并自觉自愿接受监督。华为的审计部非常强势，其中一项职能就是稽查内部腐败，必要时向公安机关报案，曾将多名越过红线的员工送进监狱。无独有偶，数名前恒大员工也在监狱服刑，许家印对腐败行为也是绝不姑息。恒大内部历史最悠久的部门是监察部，从恒大创办伊始就成立了。该部门专门接受来自供应商和员工的举报，查办腐败案件，一经查实，处罚包括罚款、降职降薪、开除以及送交司法机关。恒大现任投资者关系部经理肖驰就出自此部门，他后来曾给我讲过反腐的故事。世联行董事长陈劲松先生曾在一次投资者交流中提到：“恒大的中层干部，没有吃拿卡要的现象。”恒大的采购人员甚至不得接受供应商的宴请。

任正非和许家印，在各自的企业中都一言九鼎、绝对权威，大部分员工都是他们的忠实粉丝。任正非喜欢在企业内部发表极具哲学色彩的演讲，却极少接受媒体采访，也从不参加走穴活动。许家印也是，在恒大品牌宣传上保持高调，在个人品牌宣传上非常低调，只召开新闻发布会，从不单独接受媒体专访，只在全国政协会议上发言，从不在房地产行业论坛上演说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当然，任正非和许家印在具有上述共性的同时，也肯定有诸多不同。比如，任正非穿着朴素，许家印比较讲排场；任正非强调研发投入，许家印擅长营销造势；任正非专注做好企业自身，许家印高调投身社会公益事业。

（三）相似的发展路径

除了两位企业家有很多共性之外，2013年之前的恒大，在发展路径上与2004年之前的华为也有诸多相似之处：都进入了新兴的、高速增长的大行业，都依靠“农村包围城市”战略做大规模并脱颖而出，也都为高速增长背负了高负债、使用了高杠杆。

通信和房地产，虽然风马牛不相及，但在两位企业家创业的年代，都是方兴未艾、前景广阔、潜力巨大的行业。20世纪80年代初，改革开放后的中国，正式向国外企业开放了电信设备市场，日本的NEC和富士通、美国的朗讯、瑞典的爱立信、德国的西门子、比利时的BTM和法国的阿尔卡特等电信设备制造商纷纷抢滩中国，形成“七国八制”的寡头垄断格局。1987年，任正非创办华为时，本土企业巨龙、大唐、中兴起步不久，尚无力与外企抗衡。坚持走“农村包围城市”路线的华为，先放弃大城市，直接到内地欠发达的地级市、县级市耕耘积累，并逐步从“巨大中华”的“跟随小弟”变成了“带头大哥”。在20世纪末走出国门时，华为还是避开欧美发达国家，率先攻占亚非拉和独联体等发展中国家市场。趁着21世纪初IT泡沫破裂，国外电信巨头纷纷倒退甚至倒下的机会，华为实现了弯道超车，到2004年时已经在规模上进入了世界通信设备行业的前列。

1987年深圳进行的首次土地公开拍卖，被认为是中国商品房市场的起点。1988年至1997年是中国房地产第一个疯狂飞跃的10年。在1996年许家印注册恒大实业，1997年正式开始运营时，全国已有以万科、万达、华远、万通为代表的2万家房地产企业。后起的恒大从广州

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

白手起家，滚动发展几年后，与合生创展、富力、碧桂园、雅居乐一起被称为“华南五虎”，排名最后。2006年，恒大在同行中另辟蹊径，不进北上深，而是率先下沉内地省会城市，到2009年已在销售规模上跃居“华南五虎”之首。2010年上市后，恒大还是选择不进北上深，继续下沉三四线城市，坚定地走起“农村包围城市”的道路。到2012年，恒大地产已经在规模上与先行者万科、万达及实力雄厚的央企保利、中海、绿地等并列行业第一集团。

如果说恒大等地产商的超高速发展主要靠高负债、高杠杆，富贵险中求，那么华为早期的爆发式增长又何尝不是依赖高负债、高杠杆？1999年我刚进入华为那年，据说华为报表的资产负债率就高达百分之六七十，这在制造业中也属于相当高的水平。而且，那百分之三十多的所有者权益，其实都是有赎回义务的员工股。因为，按照当时华为员工的持股制度，员工如果辞职是不可以保留股票的，公司将会按公布的每股净资产向员工回购股份。当时有媒体假设，一旦行业不景气，华为业绩下降，股票收益不达预期，就有可能发生大规模离职潮和员工股挤兑，公司可能一下子就面临流动性危机。起码在创业前15~20年，任正非在依靠独特的员工持股制度给员工打鸡血的同时，理论上也时刻面临挤兑破产的风险，这使得任正非始终保持强烈的危机感。要说企业家创业，谁能不冒险？

（四）煮酒论英雄

我把好公司分成优秀、杰出、伟大三档，都需要满足长期净资产回报率大于20%这一基本门槛。优秀企业，需要在一个小行业里长期排名第一，或者在一个大行业里位列第一集团，比如空调行业的格力电器，客车行业的宇通客车，白酒行业的贵州茅台，调味品行业的海天味业，厨电行业的老板电器，监控行业的海康威视，保险行业的中国平安，房地产行业的万科、碧桂园、融创中国，等等，就不一一列举

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了。好公司的最高境界是伟大企业，伟大企业需要通过原创发明来改变人类的生活，比如苹果公司、微软公司等美国科技巨头。中国目前还没有一家企业能称之为伟大公司，最接近的应该就是华为了。腾讯、阿里巴巴虽然也已经取得巨大成功，但主要还是在学习模仿的基础上优化改良。

在优秀企业和伟大公司之间，我设了杰出企业一档，标准介于两者之间。华为入选毫无争议，腾讯、阿里巴巴因为极大地影响了中国人的生活，我认为也可以入选。除此之外，我还将恒大集团和万达集团选为杰出企业。2016年初，我曾在雪球发帖列举了我心目中最杰出的5位中国企业家，将他们比作金庸小说《射雕英雄传》中的“五绝”：东邪、西毒、南帝、北丐、中神通。在中国当代商界，任正非和华为就是神一般的存在，一枝独秀，无与伦比。任正非，当仁不让就是“中神通”，“武功”高出其他4位一筹。另外4位分别是马云、王健林、马化腾和许家印，各怀绝技，不相上下，就没必要对号入座了。

为什么王健林和万达能入选？因为当时万达不但在商业广场（万达广场）领域是绝对的行业第一，在文化旅游领域（万达文化旅游城）也后来居上，万达院线的屏幕规模也已经在国内遥遥领先。更早些年，万达还曾经在足球领域风生水起，四夺中国甲级联赛冠军。在多个行业做到第一，是入选杰出企业的标准之一。

为什么许家印和恒大能入选？如果只在房地产主业名列前茅，恒大只能算优秀企业，但下面几点原因使我对其看高一线：一是因为恒大在足球领域的空前成功，初步证明了自己的跨界能力，虽然这不是用来盈利的行业；二是当时恒大已经开始大手笔精准扶贫，表现出超过其他企业一筹的社会责任感；三是当时恒大集团的多元化产业布局非常超前，已经涉足文化旅游（海花岛）、健康医疗、银行、保险、互联网金融等领域，有望渗透到中国人日常生活的各个领域。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由于任正非淡泊名利，把股票都分给了员工，无心参加中国首富之争，前些年的中国首富主要在马云、王健林、马化腾之间轮转。而早在2014年，我就将恒大与腾讯、阿里巴巴、万达相提并论，并预言许家印也将参与首富争夺。

说起华为的独一无二，作为华为前员工，我再多说两句个人的理解。华为的成功得益于30年来不上市、专注研发、“不盈利”。任正非这样解释华为为什么不上市：一是不想被短视的资本市场干扰到企业的长期战略；二是不想让员工一夜暴富后无心工作。另外，华为早在规模很小的时候，就坚持把销售额的10%以上投入研发中，几十年坚持投入，形成雄厚的技术积累，这也是华为强大的“护城河”之一。至于“不盈利”，则是我独到的见解。事实上，华为把九成以上税后净利润都拿出来分给数万名员工，多年以来，华为员工早就习惯于把华为股票的分红视为工作收入的一部分，而非投资收益。当外部人员考虑华为的工作机会时，或者华为员工考虑外部的工作机会时，都会把股票分红作为重要考虑因素。从这个意义上说，华为基本上“不盈利”，净利润只不过是人力成本的一部分，挪到了所得税后而已。最近几年，任正非有意加大了税前奖金的比例，减少税后净利润的比例，目的是将更多的钱分给正在奋斗的骨干员工，而非持有大量股份的退休或即将退休的老员工。从结果来看，不上市、专注研发、“不盈利”，成就了华为的伟大。

五、被好公司深度套牢

（一）建立数据库

不算之前对恒大足球的了解，从第一次参加恒大地产路演到判断恒大为好公司、许家印是杰出企业家，我只花了40多天的时间，可谓“一见钟情”，并且迫不及待边了解边买入了15%仓位，算是“闪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

婚”。当时专业做投资不到半年，就是这样沉不住气，总怕今天不买，明天就涨上去了。后来的经验表明，尚未被公众认可的好公司，有足够多的时机可以从容买入，不用担心别人和你抢筹码。

2013年3月中上旬，我在研究老板分派的其他几家公司的同时，也抽空整理恒大地产的关键数据。按照我的习惯，对于要深入研究的公司，都会把所有能够获取的公开经营数据誊抄到Excel表或者数据库里，采用最合理的结构储存，便于日后查询、统计、分析和追加。初步整理一家企业的历史数据起码要花数十小时的时间，但对于需要长期跟踪研究的好公司来说，这是值得的，既方便以后使用，也能在整理数据的过程中加深对企业业务的理解。具体到恒大地产，需要整理的数据包括但不限于以下几个方面。

（1）年报、半年报中资产负债表、损益表、现金流量表的所有原始数据，以及财报附注中的重要明细展开数据，录入Excel表，并根据需要自动计算同比增长率、占营业收入比率、负债相关比率等。

（2）财报管理层讨论中披露的年度、半年度的新开工面积、在建面积、竣工面积、新增土地储备面积、新增土地储备成本、累计土地储备面积和成本、项目总数及一二三四线城市分布、新开盘项目个数、交楼面积、交楼均价、未到期土地款、投资物业构成、员工总数、平均薪酬、股权激励授予及行权以及行业市场空间等，录入Excel表。

（3）每月例行月报披露的合约销售面积、金额、均价、新开盘个数等，录入Excel表。

（4）年报、半年报中的项目列表，包括每个项目的所在城市、项目名称、立项时间、占地面积、土地储备建筑面积、权益占比、开盘年月等。如果公司还披露楼面价、在建面积、竣工面积，也要录入。存储项目明细数据，Excel表就不好用了，最合适的工具是桌面数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

库，比如Microsoft Access或者Lotus Approach。一般人不会开发数据库，我在华为工作的时候学习过，可熟练运用。

（5）一些关键指标，不止需要收集恒大地产的数据，还要收录万科、碧桂园等同行的数据以便对比。这些关键指标包括但不限于年度及半年度的营业收入、毛利率、费用率、净利率、净负债率、有息负债额等，以及月度的合约销售面积、金额和均价。

（二）参加业绩发布会

2013年3月26日，我到香港参加了恒大地产2012年年度业绩发布会，第一次目睹了许家印、夏海钧、谢惠华等高管的风采。不过，恒大地产这次提交了一份相当差的年度业绩，比主要同行都差，具体包括以下几方面。

- 营业收入小幅增长5.4%至653亿元；
- 销售毛利率从33.3%大幅下降到27.9%；
- 销售及行政开支增长15.2%至56.2亿元；
- 归股东净利润下降21.7%至91.8亿元；
- 投行分析师最为看重的归股东核心净利润从82.1亿元下降24.6%至61.9亿元；
- 总资产从1790亿元上升到2390亿元，其中现金余额从282亿元下降到252亿元；
- 总负债从1449亿元上升到1973亿元，其中有息负债总额从517亿元上升至603亿元；
- 净负债率从72.0%上升到84.1%；
- 不派股息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自从1月17日配股大跌超7%开始，恒大地产的股价就像坐滑梯一样，一路阴跌不止，连个像样的反弹都没有，到3月26日收盘已经跌到3.49港元／股了，与配股前的高点4.65港元／股相比，两个多月已经跌去25%。而这份令市场失望的业绩特别是意外宣布不派息，更使得3月27日股价大幅跳空低开，全天大跌7.45%，收盘3.23港元／股。这时我才意识到，港股投资者是非常看重派息的，而“派息慷慨”是恒大地产上市以后为数不多的一个亮点，吸引了一些散户小股东持有。不派息令他们非常失望，纷纷选择用脚投票。后来6月份去参加恒大地产年度股东大会时发现，与会者主要是香港散户，长者居多，有几名小股东甚至当面怒斥许家印不分红。

（三）财报数据分析

专业投资者的视角自然与业余股民不一样，虽然那时候我的专业投资经验不过半年，但好歹“满腹价值投资经纶”。深度套牢虽然不爽，但也不至于气急败坏。业绩意外下降并不可怕，关键是搞清楚为什么下降，是暂时的还是长期的，未来会不会恢复增长甚至报复性反弹。我仔细阅读了恒大地产这份年报，并结合之前整理好的历史数据综合分析后判断：利润的下降只是暂时的，未来大概率高增长。

我分析，2012年营业收入增速很低，其实是前两年营业收入增长超预期，有所透支所致。前文讲过，按照行业会计准则，地产开发商营业收入的确认是以交楼为准而非签订买卖合约，从签约到交楼之间存在时间差，卖现楼就基本不会有时间差，预售后两年才交楼的房子就会有两年的时间差。通常，一二线城市的住宅项目虽然拿地一年以上才能开盘，但往往开盘一个月就能卖得七七八八，开盘后一年半到两年才能交楼。因此，布局一二线城市的开发商，营业收入的确认平均会滞后于合约销售一年半到两年。而恒大地产的项目以三四线为主，销售去化的节奏不一样。我去恒大香港分公司调研时得到的经验

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

数据是：项目一期拿地6~8个月就能开盘，开盘一个月内去化约40%，竣工时去化率约85%，到交楼时还会有10%~15%的现房可售。恒大项目首次开盘往往85折特价销售，以求薄利多销，吸引人气，但首批推出货量不会太多，之后售价会随时间慢慢提高，在周转和利润之间达到平衡。根据上面的经验数据可以推算，恒大地产的营业收入大约滞后合约销售一年出头，即每年的营业收入平均起来略小于上一年的合约销售。但是，恒大地产在2009年和2010年合约销售分别只有303亿元和504亿元的情况下，2010年和2011年却分别交楼结算了458亿元和619亿元，连续透支，终于导致在2011年销售804亿元的情况下，2012年只结算了653亿元。营业收入增长得慢了，损益表后面的一系列数据就很难好看了。不过，由于合约销售额这个领先指标已经锁定，营业收入总额是跑不掉的，今年交楼结算得少就意味着明年会多，今年低于预期，明年就可能高于预期，整体来看，没什么大问题。

真正值得重视的问题是毛利率的下降。万科A2012年年报的毛利率从28.9%降到25.9%，而恒大地产从33.3%下降到27.9%，降幅比万科更大，这是怎么回事？经我研究发现，由于A股H股财务报表格式不同，土地增值税一个在营业税金附加里，一个在所得税里，导致两者毛利率的口径不同。如果采用与万科相同的口径，恒大地产的毛利率其实是从26.8%下降到23.3%，差别就没那么大了。事实上，由于2011年10月中国政府祭出了“限购”的调控辣招，立即刹住了全民炒房风潮，导致了房地产销售短期内的硬着陆，主流开发商都随行就市地进行了降价促销，全行业的毛利率下降是资本市场预期内的。不过由于恒大地产从合约销售到交楼结算收入的平均周期最短，使得恒大的报表会率先体现出毛利率的下降，其他开发商报表的毛利率下降会晚半年到一年。同样的，将来如果全行业毛利率回升，恒大的报表也会率先回升半年到一年。此外我还发现，2012年9月和10月，恒大地产为了冲击年度销售目标，对现房、准现房库存发动了一轮促销，使得月度销售均价从此前的6000元／平方米以上下降到5500多元／平方米，这也将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会使恒大地产的毛利率短期承压。不过，从11月起，销售均价又回归正常了。综上所述，我认为毛利率下降是行业普遍的周期性现象，恒大地产在这一指标上其实也并未跑输同业，并会在将来率先反弹。

业绩发布会后，经过分析，我在新浪博客上发了一帖：《利空出尽，各项指标触底反弹——恒大地产2012年年报解读》，称恒大的月度合同销售额已于2011年底触底，营业收入、销售均价、销售毛利率、核心净利润等多项指标已于2012年下半年触底。其实只要业绩不持续下滑，当时的股价就是相当安全的。以当天收盘价3.23港元/股、流通股160亿股计算，恒大地产的市值仅约410亿元人民币，即便是相对于2012年62亿元的归股东核心净利润，也只有6倍多市盈率，这对于一家尚处在高速成长中的行业龙头企业来说，怎么看都很便宜。至于暂不分红，我觉得也并无大碍，毕竟为了降低净负债率，恒大地产1月份才进行了配股融资。企业高速成长期，不分红、少分红，我觉得都可以理解。

（四）被套、加仓、荐股

虽然业绩发布会上，许家印公开表态，恒大将从激进转向稳健，并预测未来5年销售和利润都将以20%~25%的速度复合增长，夏海钧博士也当众疾呼，恒大的股价被严重低估了，但是市场并不买账。市场对恒大地产的预期相当悲观，加上后来中国内地发生了钱荒，A股大跌，恒生指数也下跌了两成左右，恒大地产的股价连续跌了5个月，才于2013年6月跌到了本轮最低点2.66港元/股，较4.65港元/股的前期高点足足跌去了42.8%。我没能等到最低点，而是在5月份就调集了一笔资金，在3.20港元/股附近就增持到近20%的仓位。

虽然深度被套不开心，但当时我也并不慌张，底气来自于恒大是好公司的判断和显而易见的低估。6月1日收盘，几家地产龙头的人民币市值大致对比如下：领头羊万科1300亿元；第二梯队保利900亿元、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中海外1500亿元、恒大400亿元，绿地、万达未上市；第三梯队华润1100亿元、碧桂园650亿元、世茂470亿元、龙湖580亿元。我在当天的微博中写道："龙头地产股是不该割舍的投资标的。中国是世界最大的房地产市场，没有之一；行业正在加速集中，强者更强是必然趋势，多寡头可以共存；龙头地产商兼具品牌溢价和规模成本优势，不畏供过于求，能够穿越周期、利润稳定增长；弹丸香港都能产生市值2000亿元的地产商，中国本土必将产生5000亿元市值的地产大鳄！"

由于换汇额度的管制，2013年下半年我没有再加仓。年底恒大地产收盘2.96港元／股，复权年度跌幅26.1%。当盘点2013年个人账户年度业绩时，受恒大地产仓位套牢的拖累，全年总体回报率只有8%，这还是得益于第一重仓股格力电器和第二重仓股宇通客车的良好表现。

2013年，我先后向老板但斌老师大力推荐了宇通客车、格力电器和恒大地产，不过由于当时东方港湾的投资方向聚焦于白酒、消费、医药、互联网等几个弱周期行业，没有采纳我的建议。鉴于个人对公司帮助不大，也不好意思白领工资，后来我主动辞去了研究员的工作，成为一名自由投资人。师从但斌老师这段经历对我的投资生涯帮助非常大，见识了私募股票基金的专业化运作，通过这个平台结识了翟敬勇、王文等多位良师益友，拜会过林园、张尧等前辈高人，眼界大开。虽然不再为东方港湾效力，但永远感谢但斌老师和周明波、张敏、黄海平、吴惠玲、唐艳琼、郑卫峰等同事的帮助和指导。后来东方港湾发展得很好，无论是基金规模、业绩还是研究团队。

通过这段经历，我也认识到，投资是一件很个人的事情。每名专业投资者都有自己的能力圈而且非常有主见，对方认同你的观点往往因为此前就有类似的想法，否则相互说服是件耗时费力而低效的事情。在市场对贵州茅台争议最大的日子里，但老师曾邀请林园、翟敬勇、王文等多位私募界大佬来到公司的会议室，多空双方激烈争辩，不过最后的结果是无一人被对方说服，大家发表完自己的观点后继续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

坚持自己的立场。在我逢人便推荐恒大地产的几年时间里，纵然自觉有理有据，也说得天花乱坠，但专业投资者绝大多数只是听听而已，最多轻仓短期参与，有点风吹草动就赶忙抛了。受我影响敢于下注并长期持有的，反倒是一些业余投资者。此外还有一些素未谋面的专业投资者是在看了我在雪球发帖后买入恒大的，他们本来就不排斥地产行业的投资机会，往往也买过其他地产股。成为自由投资人后，我再未与其他专业投资人或者机构有任何紧密形式的合作，大家有空吃吃饭、聊聊天，交换一下心得，各自选择性吸收，蛮好的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十一章　房地产为什么是好行业

一、关于房地产的第二层次思考

2013年一季度，我对“恒大是一家好公司，许家印是一位杰出企业家”做出定性判断之后，还用Excel表格和Approach数据库建立起恒大地产的数据档案。二季度开始，我对恒大地产的研究进一步向纵深展开，大到对整个房地产行业的理解，小到对恒大地产具体财务数字的研究乃至具体项目的跟踪。我是一个乐于分享的人，在和其他投资者的交流中，愿意毫无保留地分享我的研究成果，回报就是能够倾听到市场不同的声音，既有对恒大这家企业的疑虑和不解，也有对房地产行业的担忧和恐惧。

当时在股票投资圈内，投资者普遍对房地产行业采取回避的态度，普遍认为中国房价太高，迟早要崩盘，国家调控又这么严厉，房地产已是没有前途的夕阳行业，行业不行了，企业怎能独善其身？带着这些看空的观点，我在网上学习了以任志强、王石、孙宏斌为代表的业内意见领袖的观点，结合相关经济学、管理学理论，以及日常生活实践，经过大半年的思考，逐步形成了自己的一些独立见解。

2013年12月18日，为总结近一年的研究心得，我在新浪博客上发表了一篇长文：《关于房地产的第二层次思考》。“第二层次思维”是霍华德·马克斯在其名著《投资最重要的事》第一章中提出的概念，这本书我推崇备至，奉为价值投资集大成之作。博文发表两周后，新年伊始，我就以2.97港元／股的满意价格，再次加仓恒大地产，与此同时，也持有万科A两成仓位，个人账户地产股的总仓位达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

50%。文中多数观点即便到现在仍然有效，只有少数观点没过两年就被打脸。为使读者了解我当时的投资逻辑，现原文抄录如下。

关于房地产的第二层次思考

（2013-12-18）

导语：中国房地产，冰火两重天。火的是龙头房企的基本面，冰的是资本市场世界末日般的行业预期。地产股如今已经成为很多投资人直接排除掉的投资标的。然而，绝好的投资机会往往出自被市场错杀的冷门行业，地产股会带来这样的黄金机遇吗？源自《投资最重要的事》，第一层次思考指大众的认识，第二层次思考指有别于大众的正确的认知，超额投资收益有赖于第二层次思考。本文所述，为笔者近年来在阅读公众人物观点、与良师益友交流的基础上，经独立思考提炼出来的阶段性认知，未必正确，不断完善中。作为当下投资龙头地产股的依据，记录备案，供日后检讨。

1. 中国房价是否已经高得离谱了？

【第一层次思考】从“房价收入比”和“租售比”看，相比发达国家平均水平（4~6倍房价收入比，200~300倍租售比），中国房价过高，严重不合理。

【第二层次思考】存在即有合理性。如果房价高得不合理，怎么会有这么多人买得起？怎么会有这么大的成交量？事实上，人们在使用“房价收入比”和“租售比”指标时犯了几个错误。第一个错误是静态地看指标，忽视了中国经济的增速预期远高于发达国家，忽视了中国人均收入的增长预期远高于发达国家，忽视了中国住房租金的涨幅预期远高于发达国家，也忽视了新毕业大学生“房奴”们的收入增速远高于社会平均（以至于没过几年就“脱奴”了）。在股票市场中，人们更看重利润增速预期，愿意给成长股更高的市盈率，房价同理。当人均收入和房租持续上涨后，房价收入比和租售比也自然会降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下来。第二个错误是“被平均了”。购买商品房是有收入门槛的，就如同家庭可支配收入达到一定门槛后才买得起空调和汽车。在发达国家，绝大多数居民都过了购买商品房的收入门槛，取人均收入做分母没有问题。但在中国现阶段，贫富差距还很大，不是所有家庭都过了购买商品房的收入门槛，都应该被平均到房价收入比的分母中的。还有其他错误，如拿中国的一线城市和发达国家的平均水平比，如中国居民的灰色收入未被统计等。其实，换个角度看，在中国最稀缺的地段，超高房价可以起到“劫富济贫”的二次分配作用，把富人口袋里的钱尽可能多地掏出来，用于市政建设。对于能买得起豪宅的土豪们，你卖贵了，他买一套，你卖便宜了，他买三套。不过，不得不承认，一线城市由于供不应求，房价一直贴着合理范围的上限在运行。据笔者测算，一线城市的房价已经至少透支了十年的人均收入和房租涨幅，没有投资价值，只有自住和投机价值了。当下，投资房子远不如投资严重低估的龙头地产股。

2. 高房价会抑制消费吗？

【第一层次思考】中国经济增长今后将主要依靠消费拉动，但高企的房价严重地制约了人们的消费能力。如果房价大降，人们的生活会更幸福，有助于消费增长。

【第二层次思考】对于迫切要买房的刚需，高房价的确会抑制他们的消费。但是对于已经拥有住房的大多数城市居民来说，恰恰相反。房子已经成为中国城镇居民主要的家庭财产之一。许多城市居民的工薪收入不过几千元，增长也不快，但房价的持续上涨使得他们“身家”上百万。正是因为净资产的上升，使得这些家庭感觉到有钱了，比以前更敢消费了。然而一旦房价大跌，有房者的“身家”会急剧缩水，一下子感觉自己穷了，必然收缩可选消费。事实上，中国房价的增长使大多数城市家庭都或多或少地受益了，受损的是必须要进城买房的农民子弟。所幸的是，十八届三中全会要释放的改革红利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

正是要给广大农民的土地确权，变得有市场价，从而增加广大农民的“身家”，促进农民消费、进城。

3. 中国政府会主动刺破房价泡沫吗？

【第一层次思考】中国房价高，民怨沸腾。政府常年调控力度不减，房产税等重磅政策很快就会铺开。

【第二层次思考】中国政府不可能主动刺破房价泡沫，这无异于经济自杀，因为房价大跌的后果是中国经济崩盘。一方面，房产税或其他过激政策通常会导致购房者观望3~6个月（从这个角度来说，出台过激政策时间窗已过，10月底11月初是最佳窗口，影响从上一年的11月持续到次年3月，对GDP的负面影响在两年内分摊），导致新房成交量暴跌，房地产投资大降，相关产业的投资和消费也随之全面下降，失业率增加；另一方面，如果政策有效促使房价大跌，则广大有房家庭净资产大幅缩水，必然导致可选消费支出随之缩减。这样的结果，别说GDP增速保7不可能，能否增长都是问题。房地产的过激调控必然导致中国经济陷入大萧条。因此，站在政府的角度，过激的房价调控政策短期内根本不可能出台。长期呢？可能过几年房价都不需要调控了，市场会发挥作用的。政府能做的，必然是加大保障房供给，同时尽快发展新兴产业、降低地方政府债务、逐步减轻宏观经济对房地产的依赖程度。至于房价，如能使房价增速低于收入增速，泡沫不继续变大就比较理想了。

4. 房价在什么条件下才会崩盘？

【第一层次思考】房价不可能一直涨到天上去，中国的房价涨得太快了，离崩盘不远了。

【第二层次思考】一个地区（国家、省区、城市）的房价与该地区的宏观经济密切相关，而且宏观经济周期是房价周期的先行指标，不是相反。通常情况下，地区房价的长周期规律是：第一阶段，地区

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经济起飞，居民收入提高，当居民收入达到一定门槛后，商品房市场启动；第二阶段，地区经济持续繁荣，外来人口涌入，房价随之逐级上升；第三阶段，地区经济减速，实体经济产生的利润不再投资实业，而是流入资本市场，炒房炒股，房价出现泡沫并不断膨胀；第四阶段，地区经济衰退，企业大量破产，抵押的房产被迫出售，房价随之崩盘；第五阶段，地区经济复苏，房价随之企稳；回到第二阶段，周而复始。日本房价符合这个规律，经济增速放缓后，房地产泡沫持续放大，直到经济硬着陆房价才崩盘。底特律的房价为何会跌到零？这显然不是房价过高所致，而是因为经济崩溃，人口流出。温州和鄂尔多斯也遵从这个规律：先是经济繁荣，房价上涨；随后经济减速，剩余资金疯狂炒房；最后经济衰退，房价泡沫破裂。因此，经济好好的，房价不会无缘无故地下跌，因为没有人被迫低价卖房。房价大跌的导火索往往是地区经济先衰退。当然，据笔者有限的观察，还有两种例外情形可能导致房价大跌：一是政府主动强力调控，但前面分析过，中国短期内不可能；二是类似美国的次贷危机，但中国目前首付比例很高，这个风险也不存在。结论：中国当前情况下，全国性房价大跌的前提是全国经济先硬着陆，某个地区房价大跌的前提是当地经济先崩盘。可以说，笔者看好地产股，赌的是国运，赌的是中国经济还能健康发展一二十年，短期不会硬着陆。反之，如果中国经济硬着陆，房地产必崩。但话又说回来，如果中国经济真的崩盘了，那又有什么行业的股票能独善其身？高市盈率的股票怕要跌得更惨吧？

5. 三四线城市房地产近期会大面积崩盘吗？

【第一层次思考】三四线城市已普遍供过于求，到处新盘林立，“鬼城”遍地，很快会发生大面积房价崩盘，温州和鄂尔多斯就是先例。

【第二层次思考】大家都意识到的风险，往往不那么危险。首先，绝大多数三四线城市的房价本身根本没有泡沫，开发商成本加成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

定价获取合理利润而已。大多数三四线城市的房价历史上没被炒高过，现在又供大于求了，怎么可能有价格泡沫？笔者观察了多个三四线城市，非核心地段的高层花园小区的主流价格都是四千多，不带电梯的多层房子主流价格三千多。这就是开发商获取合理利润的成本加成价，这就是商品房的门槛价格。再低，没有开发商愿意盖房子了，地方政府也不愿意供地了。不要拿三四线城市的房价收入比说事，三四线城市很多居民还没有迈过买商品房的收入门槛呢。其次，三四线城市供过于求很久了，各方必然采取相应的行动化解风险。现有开发商已放缓开工，降低供应；撑不住的开发商可以将项目转卖给有实力的大开发商；未进入的开发商则不会进入这些城市拿地；地方政府也会放缓土地供给，吸引周边农民落户；中央政府出台新城镇化规划，引导人口向三四线城市分流。最后，不排除个别三四线城市步温州、鄂尔多斯后尘，但一定是当地经济先出问题，支柱产业倒了，企业大量破产。很多三四线城市的经济都没有起飞过，又能衰退到哪里去？如果一线城市或省会城市出问题，会因为经济的辐射性向周边城市传导，但某个三四线城市房价崩盘，通常不具备传染性，细枝末叶的枯萎不会影响整棵树的健康。结论：大面积的三四线城市房价崩盘，短期内不大可能。

6. 某些城市的房子供过于求，这些城市里所有的开发商就都很危险了吗？

【第一层次思考】当前，三四线房子普遍供过于求，因此业务布局侧重三四线城市的开发商，较之侧重一二线城市的开发商更危险，比如恒大地产、碧桂园。

【第二层次思考】市场经济环境下，供过于求是常态。很多行业都是供过于求的，但并非所有企业都没法持续赚大钱。空调行业供过于求吧？格力电器很赚钱啊。客车行业供过于求吧？宇通客车一家的利润超过全行业的一半。什么样的行业最怕供过于求？产品同质化的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行业。比如煤炭、有色金属、钢铁等大宗商品，全行业供过于求往往意味着全行业亏损，因为除了降价，缺乏差异化的竞争手段。相反，对于产品具有足够差异性的行业，具有长期竞争优势的龙头企业，是可以长期活得很滋润的。房子是什么样的产品呢？差异化最大的产品。每个地段、每个小区、每套房都不一样。房子是要居住几十年的，购房者不可能只关注价格。龙头开发商，同时拥有品牌溢价和低成本优势，卖得比别人贵，成本比别人低，占得市场份额还很小，何惧供过于求？例如恒大地产，资本市场想当然地认为三四线城市的项目是恒大的沉重包袱，其实呢，这些城市反而是缺少强大竞争对手的蓝海粮仓。但是，中小开发商，在供过于求的环境里，就很难过了。理智的做法是知难而退，以保住多年积累的胜利果实。

7. 中国的房子已经够住了吗？

【第一层次思考】中国到处都是“鬼城”，城市里许多家庭都有两套以上的住房。另据统计，城镇人均居住面积已达32平方米，甚至超过了中国香港和日韩，中国已经不缺房子了，现有的房子已经够住了。

【第二层次思考】中国真的到处都是“鬼城”吗？有真有假。真正的“鬼盘”甚至“鬼城”，主要是一些旅游地产项目，是富人和中产阶级买来度假或者作为资产配置用的。例如，惠州沿海的大量楼盘，空置率超高。富人的钱太多了，不愿都放在企业或股票上，有必要配置些别墅洋房分散风险、彰显尊贵。能增值更好，跌了也不会急于甩卖。至于大都市的中产阶级，除了城市第一住所，利用闲置资金在山清水秀之地买套度假洋房，虽既不实用又未必升值，却也是时尚中国梦之一。但是，各城市在老城区之外建的新城，绝大多数并非真正的“鬼城”。由于限购限贷，近几年这些楼盘中的投资客比例已经相当低了，多数满足的是老城区居民的改善性需求。因为相对于陈旧、拥挤的老城区，新城区在环境、规划等方面强太多。但老城区有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

房住的居民并不会急于搬到新城区住，而是要等待商业文化等配套设施完善以后再搬家，这往往需要滞后几年时间。于是，大家看到很多新城房子都卖出去了，却没多少人住。不了解国情的外国人大惊小怪情有可原，中国媒体跟着炒作就不厚道了。再说说中国城镇人均32平方米的居住面积够不够住。且不说未来城镇化增加的3亿新市民需要有房子住，也不说中国有相当部分的老年人需要在两个城市之间轮流居住（每年要到子女家里住上几个月），就说现有的住房中，有多少是宜居的，是有人愿意长期住在里面的呢？中国自1998年启动住房改革以来，2000年以后建的带花园、有电梯、配物业管理的现代化小区累计有多少呢？截至今年底，不到90亿平方米（2000—2013年累计商品房销售面积），现有城镇人口大约7亿人吧，也就是说，高质量的住房，城镇人均13平方米而已。那些住在老房子里的居民，有谁不想换房呢？即使住在现代化小区里的居民，又有多少不希望住得更宽敞些呢？请读者抽样调查一下身边的亲戚朋友，他们对现在的住房条件满意了吗？调查结果不言自明。中国人，但凡有经济能力，就会优先改善自己的居住条件，而且希望持有而非租赁，这是面子问题，是大问题。再畅想得远一点，随着科技进步，新一代的绿色建筑在十几年后完全可能引发新一轮的住房升级潮，到那时，富人和中产阶级恐怕又要搬家了。结论：房子，新增需求还很大，改善需求无止境。

8. 房地产行业触到天花板了吗？

【第一层次思考】2012年中国商品房销售额6.7万亿元，2013年超过8万亿元，预计2015年到达10万亿元的天花板，然后徘徊数年，2020年以后逐年走低。

【第二层次思考】同意，10万亿元左右可能是中国房地产年销售额的天花板。但是，行业的天花板不等于企业的天花板，特别是龙头企业。所有房地产从业人员和证券行业分析师都异口同声地说，房地产行业的集中趋势势不可挡。目前，全国房地产10强的销售额份额接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

近15%，五六年前还是8%，而参考国际惯例，未来10年至少可以达到30%。1980年以前，香港有3000多家地产商，现在呢，100家，比较大的10家左右。中国内地现有4万多家地产商，按照王健林的说法，将来剩下几百家就够了。因此，龙头地产商，平均至少还有一倍以上的成长空间，无论是规模还是利润。所以大家看到的现象是，地产调控好多年了，龙头地产商的业绩平均保持20%以上的增速，而且明年、后年的业绩增速都已基本锁定。此外，近两年，万科、绿地、万达、碧桂园等多家龙头地产商已经尝试开拓海外市场以满足国内富人海外置业的需求。对中国地产商而言，外面的世界还很大。即使行业总空间10年后出现萎缩，但房地产行业是永不消失的，只是大多数弱势企业退出了，少数优势龙头企业将发展成混业经营的巨无霸企业集团。

9. 会出现地产商大面积破产跑路吗？

【第一层次思考】既然地产行业要优胜劣汰，不断集中，那得有多少家地产商破产跑路啊？

【第二层次思考】地产是个非常好的行业。其中一大好处就是轻资产，进入和退出门槛都很低。地产商没有什么固定资产，所有土地和房子，都是存货，卖完就完了。行情不好了，赚不到钱了，就不拿地了，把手上的房子卖完后就不做了，即使是手上的土地或者盖到一半的工程，也可以转卖给其他大开发商后退出。等行情好了，随时还可以拿块地再回来。行业不断集中的过程并不血腥，破产跑路的开发商只是少数，大多数都是赚到钱后识时务地转型了。用万科董秘谭华杰先生的话说，地产行业不是大鱼吃小鱼，而是小鱼让大鱼。

10. 地产商就只能盖房子吗？

【第一层次思考】随着地价越来越高，开发商拿地、盖房、再拿地、再盖房的模式不可持续，地产股低市盈率是合理的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

【第二层次思考】谁说地产商就只能盖房子了？李嘉诚是靠房地产起家的，他现在还只盖房子吗？香港的大地产商，无一不是混业经营的大财团。内地的龙头地产商们，必然是一边继续盖房子，一边谋划转型。君不见，恒大地产已经布局体育、文化、矿泉水、医疗服务等多个行业？万达集团王健林计划到2020年，房地产开发业务占比下降到集团总收入的50%以下。万科、龙湖等也都在加大商业地产和社区服务的业务比重。这些龙头开发商之所以还在加速盖房子，只因盖房子的钱还是最好挣的，盖房子仍然是这些大集团积累资本的最快捷手段。转型、混业经营是必然趋势。然而，看看目前龙头地产股的市盈率，哪个包含了转型的预期？

结语：如果您和笔者一样相信中国经济还可以繁荣一二十年，那么，龙头地产股应该是绝佳的投资机会。中国房地产全行业虽然已经告别“黄金十年”，但却步入龙头地产商的“白金十年”，从百家争鸣的春秋时代，进入强者更强的战国时代。从大浪淘沙中胜出的，既有战略远见又有强大执行力的龙头地产商，大概率会边快速发展边积极转型，不断滚雪球，终成混业经营的商业航母。笔者期待通过持有他们的一小片股份来分享他们未来的辉煌成就。资本市场长期看是有效的，基本面和估值的背离迟早会得到纠正。地产股中目前最被低估的标的，在港股是恒大地产（集团上市，足球、矿泉水、医院等新业务全部包含在上市公司中，日后笔者将撰文详述），在A股是万科。

二、房价是如何决定的

市场经济条件下，房价的高低主要是由供求关系决定的，因供求关系的变化而变化。房价为什么高？存在即有合理性，洞悉了供求关系就容易理解了。中国政府对房地产市场的各种常规调控政策中，有些是调控供给，有些是调控需求。当然也有非常规的政策，就是直接限价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（一）极简模型，解剖一只麻雀

小时候学数学，遇到复杂的问题，一时没有头绪，往往就会从最简单的情形着手，先看看N=1是什么情况，再想N=2、N=3是什么情况，然后找出规律，加以证明，推而广之。思考房价问题，我们不妨也先搭建一个极简模型。

故事发生在2010年中国某个一线城市周边的一个比较富裕的小城镇。小镇的中心有一个2009年建成的大型现代化住宅小区，高层洋房、带电梯、有花园，有专业的物业管理公司，属于镇上最好学校的学区房。小区户型只有一种，皆为120平方米的三居室，不久前成交了一套二手房，成交价是100万元。除了这个小区之外，小镇的其他居民还都住在20世纪八九十年代建成的老旧住宅里，楼层不高、没有电梯、没有花园，也无所谓物业管理。小镇近期也没有在建、在售的商品房。可以说，这个小区，就是全镇富裕家庭的聚集地，也是改善需求的首选。下面，我们看看不同假设情形下，房价会如何变化。

假设情形一：供求比1:1。假设只有房东甲的一套二手房在挂牌出售，由于最新成交价是100万元，房东甲也随行就市报价100万元，低了不卖。房东甲的房子是2006年买的，一次买了两套，一套住，一套投资，那时房价才不到50万元。市场上这时只有一位改善型刚需买家大刘，33岁，在事业单位上班。他家在住的老房子70平方米，两居室，市值45万元，老人经常来一起住，孩子快上小学了，想换一套大点儿带优质学区的房子。大刘不喜欢借钱，不想用银行贷款按揭买房，他盘算了一下，算上手头60万元银行存款，最多可以出价105万元来买新房，待新房签了合同，先付首付，再卖旧房也来得及。这种情况下，由于供求平衡，大刘和房东甲将以100万元成交，房价保持平稳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

假设情形二：投资需求加入，供求比1:2。仍然假设只有房东甲挂牌出售一套房，报价100万元，改善型刚需买家大刘想买，不肯用按揭，最多可以出价105万元。变化是，小镇政府新近与大城市的一家科技龙头企业签约，后者拟来小镇建研发和生产基地，预计会带来近千名高收入的研发工程师和生产管理人员。原本就住在这个高档小区内，做了几十年小生意的老王听闻此消息后，预感到小镇的经济会向好，房价可能会大幅上涨，便萌生了再投资一套房的想法。老王有300万元积蓄，但考虑到养老，最多只愿意拿出120万元来买房，再高就算了。老王加入了和大刘的竞争，导致供不应求，一家房，两家求。最终，价高者得，由于大刘最多出到105万元，老王以106万元成交，房价小幅上涨6%。刚需被更有实力的投资需求挤出了。

假设情形三：在情形二的基础上，供求比还是1:2，为了与老王竞争，大刘决定使用银行按揭。由于大刘是二套房，银行允许四成首付、六成按揭。大刘可以拿手上的60万元现金做首付，最多贷款90万元，最高出价可达150万元，买完新房后，大刘可以再酌情考虑是卖旧房提前还贷款，还是留着旧房收租。老王则因为年纪大了，银行不给办按揭。由于老王最多只出120万元，买方竞价的结果，大刘以121万元拿下，房价大涨21%。由此可见，银行按揭对购买力的提升和对房价的影响非常显著。

假设情形四：在情形三的基础上，加入首次置业的刚需买家小李，供求比变为1:3。在上述那家科技龙头企业工作的小李，大学毕业已5年，与女朋友一起攒下40万元的积蓄。以他当前的收入，在大城市买房还很吃力，但因为女朋友的家恰好就在这个小镇上，自己以后也会随部门搬迁到小镇来上班，而小镇的房价还不高，他俩便决定先在镇上最好的花园小区买套房，准备将来结婚用，女方的父母也可以来住。像小李这样的优质客户，银行可以提供二成首付八成按揭，这样小李的最大购买力是200万元。小李加入战团，使得小区二手房市场严重供不应求。由于老王和大刘出不起高于150万元的价格，小李最终以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

151万元成交，小镇房价暴涨51%。这笔成交引发小镇房价普涨，所有有房的居民都觉得身家大涨，日常消费时底气更足了，只有像大刘这样打算再买房的刚需型买家倍感焦虑，而投资型买家老王倒无所谓，不买就是了。由此可以看出，严重供不应求情况下，购买力强的高收入者对房价的重大冲击，以及房价大涨后不同人群消费心态的变化。

假设情形五：在情形四的基础上，增加供给，供求比变为2:3。买家还是三个，但卖家增加到两个，房东乙也把自己之前投资的房子拿出来卖，也是低于100万元不卖。三个买家争夺两套房，老王、大刘、小李的购买力分别为120万元、150万元和200万元，结果将是大刘和小李分别以121万元买下一套，房价上涨20%，只有老王没有买到。供求矛盾没有那么尖锐的情况下，房价上涨幅度也没有情形四那么大。

假设情形六：在情形五的基础上，再增加供给，供求比变为3:3。房东丙也同时拿出一套相同的房子出售，低于100万元不卖。这种情况下，老王、大刘、小李都能以100万元的价格各买一套。供求平衡，房价平稳。

我们可以把上述6种假设情形汇总到表11.1。

表11.1　不同供求情形下的房价涨幅

情形	供求比	卖方底价/万元			买方最高出价/万元			成交量/套	成交价/万元	房价涨幅/%
		房东甲	房东乙	房东丙	改善刚需大刘	投资需求老王	首置需求小李			
情形一	1:1	100			105			1	100	0
情形二	1:2	100			105	120		1	106	6
情形三	1:2	100			150	120		1	121	21
情形四	1:3	100			150	120	200	1	151	51
情形五	2:3	100	100		150	120	200	2	121	21
情形六	3:3	100	100	100	150	120	200	3	100	0

以上假设的都是供求平衡或供不应求的情况，下面我们再模拟一下供过于求的情况。在假设情形六的基础上，我们削减需求，使供求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比变为3:1。还是房东甲、乙、丙同时挂牌出售，低于100万元不卖。但是镇政府引入那家科技龙头企业的事情没有落实，小李自然也不会再来小镇买房。看不到房价上涨的苗头，投资客老王也没有了买房的打算。这样，市场上就只有一个诚意买家大刘。看到供大于求，大刘很高兴，觉得房价可能下跌，自己有望以低于市场价实现改善住房的愿望，哪怕只节省几万块钱也是不小数目。于是他也不着急，轮番向房东甲、乙、丙砍价。但由于之前的市场价是100万元，三位卖家此时谁也不急于用钱，谁也不愿意降价出售。最终，买卖双方就这么僵持着，房价暂时没降，但也没有成交量，有价无市。

现实中，购房者往往买涨不买跌，房价涨时抢着买，房价不涨时不着急。所以在楼市转冷的初期，往往是先缩量而非先降价，直到有急于用钱的卖家被迫降价，房价才会大跌。我们继续演绎上面的故事，由于全国经济比较低迷，小镇经济也出现了一定程度的衰退。房东甲的小公司现金流极其紧张，急需卖掉一套多余的房子来周转。100万元是卖不出去了，他主动找大刘降到90万元，大刘摆起了架子，不买。过几天，房东甲又咬咬牙降到80万元，大刘动心了，但他变得更加贪婪，还价65万元，这是该小区2009年一手房尾盘的成交价，双方不欢而散。这时手上闲钱较多的投资客老王看到了机会，他判断经济低迷只是暂时的，一旦复苏后房价会报复性反弹。他果断出价75万元与房东甲成交。小镇房价因此大跌25%，所有有房的居民都身家缩水，大家立即缩减了不必要的日常消费。不过正如老王所料，一年后，经济好转，房价反弹到了110万元，一直犹豫没出手的大刘此时懊悔不已。

以上故事并非完全虚构，2008年前后的深圳，这一幕就曾真实发生。2007年，深圳房价从1月的10 000元/平方米暴涨到9月的17 000元/平方米，招致政府严厉调控。紧接着，美国次贷危机愈演愈烈，最终升级为全球金融风暴。深圳楼市在缩量僵持了几个月后，在万科等开发商带头降价下，于2008年初开始跳水，很快跌回10 000元/平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

方米，但仍然成交低迷。小开发商的售楼处，看房的人比置业顾问还少，谁来看房就会被待若上宾。当时的房价其实已经跌到大多数工作了几年的华为年轻员工买得起的地步，但他们普遍选择观望，希望房价跌回6000元／平方米再出手。而已经完成首次置业和改善购房的我，在2008年4月底随意参观楼盘时经不住诱惑，出手投资了一套离我家不远的52平方米一房两厅小户型，售价9200元／平方米。这是这个小区尾盘倒数第二套，这个楼盘8个月前开盘时的均价高达13 500元／平方米，最贵的户型超过17 000元／平方米。后来，随着4万亿救市计划的实施，深圳楼市于2009年报复性反弹，再创新高。

上面一系列极简案例，模拟了城市经济景气度的变化是如何影响住房供给、刚性需求和投资需求的，进而推演出不同供求关系下房价的变化。此外，我们还能看到按揭贷款政策对购买力和房价的巨大影响。在此基础上，我们放大到现实生活中，总结出两种供求关系下，城市房价的定价模型，主要是供不应求情形下的“买方竞价模型”和供大于求情形下的“卖方成本加成模型”。

（二）供不应求城市的房价

在供不应求的情况下，我们先考虑政府不干预的情形。在北上广深及一些强二线城市，由于经济持续繁荣，企业效益好，工作机会多，外地高素质的年轻人不断涌入，城市人均收入不断增长，高收入群体不断扩大，自然会对商品房产生旺盛的首次置业需求和改善需求。除此之外，由于看好城市经济增长，预期房价持续上涨，也引发了大量本地及外地富裕群体的投资和投机需求。所谓投资需求，是指买入后长期持有，装修出租；所谓投机需求，即炒房，是指直接买毛坯房，不装修、不出租，直接放两三年，房价上涨后卖掉赚差价。

正如前文假设情形四，在严重供不应求、几个家庭抢一套房的情况下，想买房的家庭就只能竞价排名，价高者得。不考虑购买力不足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的无效需求，假设在某段时间内，有5万个急于买房的家庭能出到原市场价以上，但短期内市场上只有1万套供给，那就要把这5万个家庭能出到的最高报价放在一起，从高到低排序，取第1万高的报价作为成交价，这个成交价肯定会高出原市场价一大截，房价就会暴涨。最终，购买力最强的20%的家庭竞买成功，其中不少会是已有多套房的投资、投机需求，而很多原本应该买得起房的自住需求家庭只能望房兴叹。当然现实生活中，不可能把一个城市中所有购房者都集中到一起竞买商品房，而是一个一个楼盘依次开盘。每个房地产项目开盘前，开发商都要先“蓄客”，待到意向客户超过可售房源数倍后才开盘，营造出几个人抢一套房的氛围，并通过不断试探客户的心理价，力争做出最优的定价。

国际经验表明，如果在发达一二线城市中任由市场这只“看不见的手”自发调节，由于投资和投机需求的追涨杀跌，不可避免地会出现房价大起大落。房价暴跌会造成众多高位买房的家庭负资产甚至断供，引发重大金融风险和社会动荡。为了避免房价暴跌，最好先不要让房价暴涨，以免累积过大的泡沫。因此，在这些城市中，政府通过对住房市场进行政策调控，平抑房价波动幅度是非常有必要的。

理论上，抑制房价过快上涨的直接办法应该是增加供给，但由于这些经济发达城市的建设用地存在供给瓶颈，增加供给是不可持续的。因此，政府一般在调控需求上做文章。经过多年的探索总结，中国政府最终制定出“房住不炒”的大原则和因城施策的长效机制，可谓对症下药。

房子是用来住的，不是用来炒的。通过限购政策，禁止已经拥有两套或以上住房的本地富裕家庭购买第三套房，不允许没在本地上社保的外地富人来炒房；限贷政策（不给第三套房贷）和5年限售政策都旨在增加投资、投机需求的成本；而提高第二套房的首付比例可以延缓部分改善型需求的释放。总需求的下降缓解了供求矛盾，如果只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1.5万个家庭竞争1万套房，购买力最强的那些有房家庭还被排除在外，竞价排名的结果，房价的涨幅就不会太大。

关于房地产调控的长效机制，这两年实际上已经开始实施了。此前的调控，主要是由中央政府发起，出台“国几条”，各地方政府纷纷跟进，形式上表现为一刀切。但由于各个城市自身情况不同，同样一副药方，疗效差别很大。此外，由于缺乏问责机制，有些地方政府出于自身短期利益的考虑，政策落实往往不到位，留有空子可钻。而据恒大研究院夏磊女士在一次讲座中介绍，长效机制主要是把保障房地产市场健康平稳发展的责任落实到各地方政府头上，因城施策，中央政府主要承担考核、督导、问责职责。这样，地方政府就会切实负起责任来，根据本市实际情况制定行之有效的调控政策。

（三）限价政策挤泡沫

2015年至2016年，核心一二线城市房价普遍翻倍，短期涨幅过大，透支了未来起码5年的合理涨幅，继续惯性上涨会出大问题。这时，遏制房价上涨的责任主体地方政府，不得已而为之，普遍祭出了简单粗暴的限价政策。由于其直接干预价格，违背市场经济规律，产生了一些明显的副作用，引起了较大争议。

比如短期内，会使开发商捂盘惜售以减少供给。2017年下半年以后，深圳、上海、北京都出现了一、二手房价格倒挂的现象。核心地段的二手房价格还在惯性上涨，新房价格则被严格限制住，比周边二手房价格低了两成左右。我注意到，深圳宝安中心区的两个新建小区，本来封顶就可以预售了，却一直拖到竣工都没开盘。听中介说，周边二手房都卖100 000元／平方米了，这两个新盘如果拿预售证只允许卖80 000元／平方米。开发商为回笼一部分资金，以90 000元／平方米的价格先内部销售了一小部分，剩下的就继续拖着等待政策放松。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有些开发商为加快周转，选择以比周边二手房低两成的政府指导价出售。很多购房者闻讯赶来，想方设法拿到购房资格，参与摇号抽签，因为买到就是赚到。以深圳科技园的华润城项目为例，2018年6月27日，华润城润府三期开盘，均价81 000元／平方米。尽管认筹资格审查相当严格，避免了重复认筹、无购房资格认筹，也禁止中签后改名，总共741套房源还是吸引了6776个认筹。为公平起见，只能摇号选房，中签率仅为10.9%。我的一位华为前同事也精心策划，参与了这次抢购，并幸运中签，令朋友们羡慕不已。他家本来有两套房，但来不及先卖一套再买了，而且万一没买到岂不是白卖了。于是夫妻俩决定假离婚，把原来的两套房都归到女方名下，让男方以单身首套房的名义参与摇号，这样还有一个好处，就是首套房的首付比例显著低于二套房，便于筹措首期款。在6776个认筹中，像这样的例子应该不在少数。除此之外，还有很多被限购的买家利用限购政策的漏洞，以公司的名义参与认筹。总之，在重大的套利机会面前，人们想出了各种办法。不过很快，深圳市政府就堵住了上述漏洞，禁止以公司名义买住宅，离婚两年内买房按第二套房首付政策执行。新政一出，深圳楼市有效需求骤减，楼市成交量显著下降。

此外，限价政策还有可能降低商品房品质。比如，为了降低该政策对利润的影响，很多开发商都把毛坯房和精装修分开签合同，毛坯房遵从政府限价，比周边二手房价格还低不少，但利润从精装修合同出。例如，精装修合同以4000元／平方米签订，但实际装修标准可能只有1000元／平方米。很多购房者在买房时，对开发商的猫腻心知肚明，但双方心照不宣。不过，等到交楼时，1000元／平方米的精装修根本没法用，还得敲掉重装，购房者不认账了，要求开发商公布4000元／平方米精装修的成本明细。于是这两年，武汉、成都等城市都发生过数十个楼盘业主大规模维权行动。

不过，当政府不断强调限价政策的长期性时，确实能够改变供求双方的心理预期。自住需求不必因为担心房价过快上涨而急于出手，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

炒房需求因为无利可图被有效挤出。开发商如果意识到限价政策的持续性，也会在买地竞价时保持理性。在对新房严格限价一年之后，2018年下半年，北京、上海、深圳的二手房成交价格都出现了百分之一二十的回落，挤掉了一些泡沫，一、二手房价格倒挂的程度也有所缓解。

限价政策并非不让房价涨，而是控制房价涨幅在合理范围内。未来，如果中国经济成功转型升级，在自住需求的推动下，一二线城市房价长期慢牛是最理想的；如果中国经济遇到一定困难，这几年的限价也会有助于避免房价跌幅过大。

（四）供过于求城市的房价

2012年至2016年，国内许多三四线城市由于前期供地过多导致商品房市场供过于求，库存积压，按照之前的去化速度，平均需要5~10年才能卖完。在这种情况下，商品房的价格不但不可能上涨，而且会发生价格战。既没有品牌溢价也没有成本优势的中小开发商肯定会停止拿地，停止新开工，在售项目如果不想亏本，就很难卖得动，即便因为资金链紧张被迫亏本甩卖，老百姓由于担心项目烂尾也未必敢买。这时只有少数既有品牌溢价又有成本优势的大开发商仍然能活得滋润，它们把价格定在其他中小开发商的保本线上，既能走量，也可以赚到合理利润。因为羊群效应，老百姓还会扎堆购买，回笼的资金可以滚动开发，还有机会廉价收购其他小开发商的土地。总之，在供过于求的情况下，房价往往接近于部分开发商的成本。

这时候，地方政府的调控政策主要是减少供地，并通过降低按揭贷款首付比例、放松外地人落户条件等手段刺激需求。2016年起，中央政府为帮助三四线城市去库存，加大了棚户区改造的力度，取得了不错的政策效果。在市场自发调节和政策调控的双重作用下，到2018

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年，大部分三四线城市已经基本完成了去库存，重新回归供求平衡。有些三四线城市因为库存不足，房价还出现了补涨。

未来一二十年之后，一些经济基本面不好、人口持续流出的中小城市，将会长期供过于求，房价长期接近新建商品房的成本。到最后，二手房价甚至会低于新房成本，没有开发商再新建商品房，一些老旧住宅甚至完全不值钱。在这些城市，普通家庭的住房需求基本能得到充分满足。地方政府也有可能大片拆除老旧住房，将土地用作其他用途。

房子，就是所在城市的股票，分享城市经济发展的红利，也承担城市经济衰退的风险。

三、2015年之后为何房价又翻倍

（一）经济学家的误判

2017年3月，瑞信董事总经理、亚洲区首席经济分析师陶冬先生在一次演讲中公开认错：“今天来这儿参加会议的有不少过去两年也曾经听我做演讲。我去年错得最厉害的地方，就是对于中国房地产的判断，我错了。”他所认的错，是指对中国一二线城市房价的错判，完全没想到2016年中国主要一二线城市房价再次翻倍。不过，他显然输得口服心不服，他说：“如果你试图用经济学来分析中国的房地产，无论你从供需关系入手，还是从库存入手，无论你说人口结构还是可承受能力，结论只能有一个，泡沫。但是如果你用这些东西来分析，你就错了。因为今天咱们头上那片瓦，不是给你住的，这叫做金融产品，这是一个投资，这是一个流动性拉动的投资。10年后再看咱们的历史，会告诉你（现在）是中国房地产市场的分水岭。那么房价什么时候跌？我不知道，我可以告诉你这组数据。日本在1990年房地产的顶峰期，所有房子的价值相当于日本GDP的200%；2006年美国房地产泡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

沫的顶峰期，全美国的房子价值相当于当年美国GDP的170%；咱们中国已经干到咱们GDP的250%，这个是在现代资本主义历史上前所未有的一个数字。”

其实，我可以理解陶冬先生的误判。在2015年之前，我也没有预料到一二线城市的房价在很短的时间内能再次翻倍，我预测也就是个长期慢牛走势。在《关于房地产的第二层次思考》一文中，我写道“中国一线城市房价至少透支了10年的人均收入和房租涨幅，没有投资价值了”，并且判断在2013年底这个时间点，“投资房子远不如投资严重低估的龙头地产股”。我所说的“人均收入”对应户籍人口或常驻人口，户籍人口或常住人口的人均收入起码要再增长10年才能和一线城市的平均房价相匹配，才能跟发达国家横向对比“房价收入比”；而房租也起码要继续增长10年才能与当时的房价匹配出“合理”的租售比。

但是，如果你拿一二线城市户籍人口或常住人口的平均收入来算房价收入比，你就错了，因为这些城市里，户籍人口或常住人口中的大多数是买不起新房的，哪怕他们已经有房住，比如上海的退休老人。购买新房的主力军是城市中的中产及富裕家庭，他们才是城市住宅的定价者，比如我在华为的同事。很多1997年之前入职的华为老员工，在2003年之后的几年里，每年的收入都可以在北上深全款买一套房。到2015年，在华为工作10年的30多岁老员工，年收入百万元是正常水平，算上配偶，家庭年收入100万~200万元，买500万~1000万元的房子难度不大。除了华为，深圳还有腾讯、万科、中国平安、招商银行、正威集团、比亚迪、中兴通讯、迈瑞等很多大企业和上市公司，每年也在批量生产中产家庭。再算上中小企业主、自由投资人、原住民子弟，深圳的中产及富裕家庭起码一二十万户。这些中产家庭生育子女后，普遍需要好学区140平方米左右的大户型，倒推出深圳中心城区合理房价应该在4万~6万元／平方米。当时深圳好地段的豪宅差不多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就是这个价，所以我觉得上涨潜力不大了，但话说得太绝对就容易被打脸。

（二）深圳房价为何一年又翻倍？

2014年四季度降息降准后，流动性开始宽松。2015年春节前，深圳二手房市场就明显活跃起来，当时一位华为前同事买房时还请我做参谋，由于房价几乎一天一涨，成交后原业主差点就反悔了。那段时间，由于房价上涨较快，深圳出现了大量二手房卖家违约认罚定金的案例。2015年3月30日，央行、住建部、银监会联合下发通知，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房，首付最低降至四成，而之前是六到七成。“3•30新政”一举释放了压抑已久的改善型需求，深圳作为全国楼市的风向标率先疯狂起来。

以上一节讲过的我投资的那套52平方米的小户型为例，来说明一下2015年深圳楼市的火爆程度。2008年买的时候，房子总价48万元，首付10万元、按揭38万元、七折利率，每月的按揭款是1950元左右。由于是准现房，买完不到一个月就交楼了，投入了4万元装修费，当年10月就租出去了，月租金1600元。大概到2009年，租金涨至1900元，基本抵销月供，说明2008年深圳的房价还是非常理性、没有泡沫的。2011年中，附近的地铁五号线开通运营后，房租跳升到2300元。到2014年，我记得房租已经涨至2800元。2015年春节后，市场价轻松超过3000元。这几年，按揭月供始终是1900多元不变。由于是长期投资，最初几年的房价变化我没太留意，直到2012年初，我问了下中介，市场价大约80万元；2014年初再问，100万元；2015年春节前再问，120万元；7月再问，超过200万元；10月再问，240万元了！2015年底，我觉得涨得太快了不可持续，而且还有明显更好的投资机会，就以243万元的成交价出售了，所得款项大部分于2016年1、2月份换成了恒大地产的股票，每股5港元多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

整个2015年，深圳成交了上万套总价1000万~1500万元的一手豪宅，是谁买去了呢？怎么买得起呢？能够在股灾前卖出股票买房的人毕竟是极少数。与陶冬先生试图用经济学理论进行解释，或者归因于“金融产品、投资”不同，我在和华为老同事吃饭聊天的过程中了解到了事实真相。改善型需求典型的购买案例是：夫妻两人年收入150万元，原有两套房，一套两居室、一套三居室，因为限购不能再买第三套。小孩儿要上学，要换有好学区的大户型，怎么办？先卖掉一套800万元的三居室，还掉按揭净得650万元，然后买入一套1300万元的四房豪宅，直接可以五成首付，也可以把手头的现金加进去，六至七成首付，余款20年按揭，当时改善住房的按揭利率又有优惠，以他们的收入，还房贷没什么压力。

哦，原来那么多千万元以上的豪宅都是这样成交的，卖一套买一套，真正承担的就是中间的价差。于是我自行脑补了整个链条：A卖了一套800万元的，改善成1300万元的；B卖了一套500万元的，接手了A的800万元的；C卖了一套250万元的，接手了B的500万元的；D是腾讯、华为的新员工，工作两三年，年薪不低但积蓄还不多，准备结婚要买新房，老家的父母经济条件也不错，赞助五六十万元首付，小两口自己按揭，买下C那套250万元的一房两厅。其实，2015年底接手我那套52平方米小户型的买家，正是在腾讯工作的准备结婚的年轻人，如果他们像我那位华为前同事一样在2015年初就出手，是可以花更少的钱买到80平方米的两居室的。不过2018年底，那套52平方米的一房两厅已涨到320万元以上了。

常驻海外的经济学家可能不了解上述这个限购背景下的换房链条，也忽视了内地富裕家庭是可以帮助在一线城市打工的子女出首付的。也就是说，很多买得起高价房的中国家庭，并非单纯依靠工作收入去支付首付和月供，如果简单拿房价收入比来计算可承受的房屋总价就脱离现实了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2017年之后，我冒着再次被打脸的风险，又预言了一次：一线城市的房价真的只能震荡慢牛了，不具备短期暴涨的基础，投资房子不如买龙头房地产企业的股票。因为按照前面讲的那个换房链条，假如房价短期内再翻倍，原本800万元的三居室涨到了1600万元，1300万元的四居室涨到了2600万元，差价从500万元扩大到1000万元，如果中产和富裕家庭年收入涨幅有限，负担这个价差就会非常吃力，换房改善就因缺乏足够的购买力基础而不会发生。即便是链条的末端，华为、腾讯的年轻员工买婚房，在父母的支援下，最多也就买得起300万元左右的房子，以前能买个50平方米的，小两口还够住，如果只能买25平方米，那还不如租房算了。在中国，人们总喜欢说房子绑架了消费，好像买房者中很多都是“房奴”，但现实中绝大多数自住购房者都是量力而行的，很少有人买与自身能力不匹配的房子，而且由于收入不断增长，月供却保持不变，即便当了房奴，过不了几年也都“脱奴”了。

（三）三四线城市房价补涨

2015年深圳房价率先翻倍，几个月后，上海、北京也紧随其后实现翻倍。到2016年10月，国内较发达的二线城市房价已经普遍翻倍。我估计，在限购的情况下，这些发达一二线城市房价上涨的逻辑和深圳是差不多的，主要是改善性需求的充分释放。

随后，发达一二线城市房价的暴涨又辐射到周边的三四线城市，使得后者的房价于2017年大幅上涨。除了这些城市自身的改善性需求外，从一二线城市溢出的投资需求也起了一定的推动作用，还有就是一些原本打算在大城市买房的打工者，在一二线城市房价翻倍后彻底打消了念头，转而到老家或周边三四线城市置业。

到2018年上半年，一些远离大城市的三四线城市房价也发生了补涨，在这些城市中，除了当地的改善需求外，也有政府棚户区改造货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

币化的助力，即由“发房子”变为“发钱自己买”。棚户区改造事实上是一种精准扶贫，棚户区的房子本身不值钱，住户无力自己换购商品房，但因为这块地值钱，政府可以高价卖地，并现金补贴这些居民，使其买得起商品房。从2015年起到2018年为止，全中国的房价完成了一轮普涨，改善性需求得到了释放和满足，顺便把三四线去库存的难题给解决了。

需要说明的是，这一轮三四线城市房价的上涨，并非纯粹的涨价，也伴随房屋品质和建房成本的显著提升，房价泡沫并不大。事实上，在长期、总体供大于求的背景下，三四线城市的房价很难产生泡沫。通过这些年经济的发展，三四线城市老百姓的住房需求和购买力得到提升，本身积累了一部分中高端改善需求，需要匹配以更好的房子。恒大、碧桂园等一批全国品牌房企的进入，提升了当地楼盘的品质和配套，也相应拉高了当地的房价和地价。地价和税收也随着房价有显著增长，这也有助于地方政府完善市政配套。

四、什么是好行业

（一）好行业的标准

什么是好行业？资本市场普遍认为，新兴的、前景广阔的、远离天花板的行业是好行业，比如科技、互联网、医药、保险；也有很多人认为弱周期的、有品牌差异的永续行业是好行业，比如食品饮料里的白酒、酱油、榨菜等。而传统的、缺乏想象力的、接近天花板的、产品同质化的、周期性特别强的行业都不是好行业，比如家电、汽车、航空、农业、大宗商品。如果硬要选出过去10年中国股票投资者最不“感冒”的行业，我觉得房地产一定是热门之选。要问为什么，无论是专业投资者，还是普通散户，或者跳广场舞的阿姨，都能说出一长串理由：“房价泡沫大啦，谁家没有几套房啦，政府整天打压

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

啦，开发商负债太高迟早破产啦……买买房子还差不多，房地产股票就算了吧。”具有讽刺意味的是，这些年，专业股票投资者的平均收益率还真跑不赢炒房阿姨，而他们在股票上赚到的钱，不少又变成了自住或投资的房产。

我不完全认同上述这些区分好坏行业的标准和结论。我认为一个行业好不好，核心指标就是里面有没有“好公司”，“好公司”越多，这个行业就越好，反之，找不出好公司的行业才是不好的行业。上一章中我们讲过，“好公司”的入围门槛，就是能在过去5~10年保持20%以上的真实净资产回报率，而且具有可识别的“护城河”或长期竞争优势，能够大概率在未来起码5年内也保持20%以上的净资产回报率。其实，能找出一家好公司的行业已经是不错的行业，能找出两三家好公司的行业已经凤毛麟角了，如果一个行业里能有5家以上好公司，那就是非常好的行业了。反之，一个行业被吹得再好、再有前景，没有一家企业能获得超额收益，主要靠烧投资者的钱度日，那只能是想象中的好行业，不是现实中的好行业。需要说明的是，这里所说的行业不是制造业、金融业、医药业、食品饮料、农业这样的行业大类，而是指具体的细分行业，每个行业大类都包含多个细分行业。

（二）中国有哪些好行业

巴菲特喜欢的行业就是好行业吗？我认为这是中国部分价值投资者的一个思维误区。从全球化视角看，每个国家都有自己的比较优势，在国际分工中有自己擅长的行业。巴菲特主要投资美国企业，他选择的是美国最擅长的行业中的龙头企业，而这些行业不一定是中国擅长的行业。我们投资于中国企业，就应聚焦中国擅长的行业。这就好比体育运动中男子足球、男子篮球、田径、网球是世界公认的热门项目，但乒乓球、羽毛球、跳水、体操才是中国拿金牌的优势项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2012年底、2013年初，我刚刚开始专业投资，就面临一个把有限的精力投入哪些行业和企业来构建能力圈的问题。经过思考，我决定一方面自上而下地筛选出中国具有比较优势的细分行业，另一方面自下而上地筛选出满足20%净资产收益率门槛的好公司，两方面的交集，就是我应该重点关注的行业和纳入股票池的企业。现实中，我接触到的很多价值投资者都有类似的选股思路，大家的股票池也都大同小异。

当时我选出的第一批具有比较优势的行业包括互联网、白酒、传统中医药、房地产和中端制造业里的若干细分行业。其中，中国互联网行业最大的优势是庞大的人口基数，加以一定的政策保护，成长出BAT三巨头。白酒和传统中医药是中国的独门项目，就像体育运动中的中国象棋和武术，前者自带成瘾性的消费群体，后者受到国家政策扶持，都是老字号、老配方，几乎不需要研发投入。中国的房地产行业市场规模世界最大，玩家基本本土化，少数港资地产商也根本不是本土龙头的对手。中端制造业则是中国在国际上最具竞争力的行业大类，当时中国企业在通信设备、空调、客车等很多细分行业中都已经成为世界性的龙头企业。

有些行业，当时资本市场普遍认为是好行业，比如，医药行业中的西药制药业，理由是人口老龄化、医疗开支必将大幅增长等。但我认为制药行业属于高精尖技术行业，需要长期技术积累和巨大研发投入，我国本土最优秀的医药企业与世界巨头相比，尽管一直在进步，但短期内难以望其项背。再如，日用化妆品行业，由于当时某家本土龙头企业净资产收益率连续多年保持在40%，被部分投资者奉为好公司。但我认为，该企业只是被强大外资品牌围剿后的本土幸存品牌，并无清晰的“护城河”，未必能长期在激烈的竞争中保持超高的净资产收益率。

（三）在中端制造业中寻找长期投资机会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2013年3月6日，我在新浪博客上发了一篇长文——《在中端制造业中寻找长期投资机会》。按照技术含量的高低，我将制造业划分为高端、中端和低端：高端制造业如芯片、发动机、医药，需要巨额研发投入、长期技术积累和顶尖的技术人才；低端制造业如纺织服装、食品加工，主要需要购买机器设备，雇佣大量的技术工人，技术含量不高；而中端制造业则具有较高的技术含量，但又非高精尖，需要大量本科及以上学历的研发和销售工程师，既包括汽车、家电、手机这样的消费品，又包括工程机械、通信设备、医疗设备等商用设备。中端制造业往往发展比较成熟，以持续性的改良为主，颠覆性的创新罕见，买家重视性价比。

为什么经过改革开放后三四十年的发展，中国能在中端制造业的很多细分行业中具有全球比较优势呢？我总结了三点原因：一是有巨大的本土市场供国内厂家练兵；二是中国的大学培养出大量的“廉价工程师”；三是建立起完善的上下游产业链配套。而世界上其他国家，没有同时具备上述三大优势的。能击败外企夺得国内市场份额冠军的中国企业，基本上就是世界冠军了，比如华为、格力电器、宇通客车。美国、日本、欧洲等发达国家的工程师太贵了，20年前我进入华为时，不算股票分红，外资通信设备企业聘用一名欧美工程师的成本是华为和中兴通讯的3~5倍，还远不如中国的工程师勤奋。而印度、巴西、印尼等人口大国，又没有搭建起完整的制造业产业链，短期内难以与中国的中端制造业竞争。

当然，中国中端制造业有国际比较优势，并不意味着每个细分行业都是好行业，都能产生好公司，事实上，好行业和好公司仍然是少数，需要逐个甄别，而不要盲从市场。2013年前后，在资本市场眼里，空调行业已经接近天花板，没什么增长空间了，而我当时认为空调行业市场需求潜力大、不可逆、无替代、竞争格局好，是一个典型的好行业。首先，在夏季气候炎热的地方，人们达到了收入门槛，就会安装空调，坏了就会换新，而世界上大多数人口尚未达到使用空调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的收入门槛；其次，空调需求不可逆，用过就“上瘾”；第三，空调没有替代品，不像手机可以替代电视，也较难产生颠覆性技术；第四，我在管理学教科书上学过，一个行业前三强的市场份额分别是45%、25%、10%时，竞争格局最稳定，不易发生恶性竞争，而格力、美的、海尔的市场份额基本符合这一比例。此外，客车是汽车行业里的一个细分市场，而宇通客车当时不但在国内遥遥领先竞争对手，连续15年保持净利润增长，独吞行业一大半的利润，同时由于中国市场占比大，也已连续多年蝉联世界市场份额冠军。然而在当时的资本市场，客车行业并非热点，2013年后随着新能源客车的推广普及才逐渐热门起来。而2009至2012年持续火爆的工程机械行业，我当时则持谨慎态度，因为这个行业作为建筑行业的上游，周期性特别强，同时竞争格局又很不好。三一重工和中联重科长期两强争霸，不分上下，为争老大经常恶性竞争，行业景气时还都能保持业绩增长，后来行业周期性衰退时，两者的业绩都大幅跳水，股价也跌得很惨。

《在中端制造业中寻找长期投资机会》一文中，我首批只选出了中国中端制造业中三家好公司：华为、格力电器、宇通客车，并把长城汽车列为考察对象。后来几年，陆续纳入福耀玻璃、老板电器、万华化学、美的集团、海康威视、汇川技术等好公司，这些企业都拥有优秀的企业家、进取的企业文化，能坚持自主研发投入并保持快速增长。存在好公司的行业就是好行业。

展望未来，或许随着中美竞争及中国制造业升级，借助庞大国内市场和海量工程师两大优势，再经过长期的技术积累，将来中国在芯片等高端制造业中也能取得明显进步，并逐渐具备国际比较优势。

五、房地产才是中国最好的行业

（一）哪个行业能涌现数十家好公司？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从中端制造业中选出的好行业，如果和房地产行业放在一起比较，大多就相形见绌了。每个中端制造细分行业，能有一到两家企业达到好公司门槛标准就很不错了，而房地产行业中达标的不下几十家。早在2013年2月初，我研究房地产行业不久，就在新浪微博中写道："地产是个好行业，不像很多其他行业，最终只有一两家龙头企业能够活得滋润，过程必然是你死我活的激烈竞争。地产是个垄断竞争的行业，最终的结果是留下数家全国性大公司加一大堆地方性小公司。市场萧条时，小公司退出，大公司仍保持增长；市场繁荣时，大公司增长更快，小公司重新进入。恶性竞争极其罕见。"

站在当时的时点，只看地产行业20强龙头，就有万科、保利、中海、万达、恒大、华润、碧桂园、龙湖、招商、金地、富力等一大半企业在之前的5年内，真实净资产收益率远超20%。其中部分企业年报上的账面净资产收益率虽并未达标，但那是由于收入、利润结算滞后一两年所致，而真实的指标是轻松达标的。事实上，随后5年，上述这些企业仍然保持20%以上的真实净资产收益率。如果扩展到行业50强、100强，达标企业会更多。2018年，前碧桂园CFO、后来到阳光城任职的吴建斌在第10届中国不动产投融资峰会上分享道："（房地产行业）高周转最核心的指标就是股东年化资金回报率有多少，现在的平均值是50%以上，如果你这个企业最后的股东年化资金回报率高于50%就是优秀的企业，低于50%那就是稍微比较差的企业。"这里的股东年化资金回报率与真实净资产回报率是相当接近的。

然而，无论是当时还是现在，股票投资者中都会有很多人对房地产龙头企业的超高净资产回报率很不服气，甚至嗤之以鼻，认为这是高负债、高杠杆带来的结果，而一旦市场不好，高负债、高杠杆的企业就会招致毁灭性的打击。问题是，房地产市场经常不好，经常被调控，也没见几家知名龙头企业倒下，人们能举出的反例无非还是2006年的顺驰和2008年的恒大，但恒大最终度过了危机，如今已经稳居行业前三，而孙宏斌金蝉脱壳之后的融创中国也已经跻身行业5强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（二）房地产为什么是好行业？

房地产行业之所以可以涌现出几十家净资产收益率常年在20%以上的企业，除了使用高杠杆，我认为有以下几点原因。

第一，行业空间巨大，容得下多家好公司并存。即便在2012年，全国商品房销售额也有6.5万亿元，规模远超过其他行业，当年全国的GDP才54万亿元；后来到2017年，GDP增长到83万亿元，全国商品房销售额已经高达13.4万亿元，同年汽车行业市场空间只有5万亿元。年销售额5000亿元的巨无霸企业，只能出现在大行业中，而在可预见的未来，没有5000亿元的销售，都进不了中国房地产行业5强。从零开始滚雪球，一直滚到5000亿元乃至10 000亿元的销售规模，这是多长的雪道！

第二，产品极度差异化，东方不亮西方亮。产品同质化的行业往往不是好行业，因为在需求周期性上升时往往出现产能扩张竞赛，而在需求周期性下降时不可避免地发生价格战，造成全行业亏损，即便是龙头老大也难免业绩大幅下降。而房地产行业恰恰是需求差异化最大的行业，每个城市、每个片区、每个小区、每套房都不一样，同一栋楼不同楼层、不同户型、不同朝向的房子也能卖出不同的价格。某些城市过剩的房屋无法解决其他城市的供应不足。周边小区房价下跌，而你这个楼盘可能因为学区好而价格坚挺。正是因为这种差异性，因城施策才是政府调控的正确方式，全国性布局的大开发商在应对行业周期波动时也有更大的回旋余地，一二线城市低迷时往往三四线城市的房子好卖，京津冀冷冻时可能粤港澳大湾区还不错。

第三，行业竞争不激烈，价格战罕见。尽管中国房地产行业经历过几轮周期波动，但大面积的价格战相当罕见。即便在2008年那次比较严重的全球金融风暴中，深圳等城市出现了大幅降价，但全年全国商品房销售均价只下降了6%，销售面积同比下降了14%，销售金额同比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下降了19%。房地产行业还有一个特点，买涨不买跌，市场越好，人们越抢着买，市场不好时，人们更愿意观望。在市场预期较差的时候降价，往往只会加重悲观预期，未必能产生满意的销量。其实，即便在行业陷入小周期低谷时，也并非没有成交量，仍然有大量的刚需客户买房，综合优势明显的强势龙头开发商仍然有足够的订单，甚至能逆势增长。而弱小的开发商则普遍选择停止拿地、节约开支、熬过冬天，等待市场复苏，因为即便降价，购房者也可能会因为担心开发商破产跑路、楼盘烂尾而不敢买。

第四，政府长期呵护，避免房价大跌。“打是亲，骂是爱”，别看中国政府常年调控房地产行业、遏制房价过快上涨，但本质上是出于对行业的爱护，避免因房价泡沫过大，最终像日本那样暴跌。总有些投资者一厢情愿地认为政府想打压房地产行业、把房价压下去，请问如果你站在政府的角度考虑，为什么要这样做？毕竟，房地产行业作为过去20年中国经济第一支柱产业，不但自身对GDP、财政税收贡献最大，还带动了建材、建筑、装修、家电等上下游行业的发展，对宏观经济的重要性短期难以替代，房地产行业如果崩盘，很大概率会导致中国经济硬着陆。政府如果主动刺破房价泡沫，无异于经济自杀。只要宏观经济不会硬着陆，房价泡沫又在可控范围内，就不会发生全国性房价大跌，房地产行业就能平稳、健康发展。事实上，过去20多年，除了2008年全球金融风暴那次可以算是中级波动，房地产行业基本上只有小周期波动，房价长期震荡向上，这决定了绝大多数房地产开发商以及开发项目，最终都是赚钱的。这一时期内，少数瞅准机会、相信国运、敢于上杠杆的开发商都获得了超常规的发展，成为行业龙头，而对市场信心不足、保守求稳的开发商则行业排名节节后退。很多股票投资者总是担忧房价大跌、楼市崩盘，说到底是对中国经济缺乏信心，对中国政府的能力不信任，既然如此，又何必投资中国股市呢？要知道，真正发生楼市崩盘时，股灾也是不可避免的，并非你没有投资地产股就能躲得过去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第五，上下游占款能力强。开发商加杠杆，不只是通过借款或发行股票，更常用的融资渠道其实是上下游占款。项目开盘前，议价能力强的龙头开发商往往可以要求建筑商垫付工程款。项目开盘后到交楼前，由于商品房预售制度，开发商又能无偿占用购房者的购房款。

第六，行业退出门槛低，优胜劣汰不残酷。与那些拥有大量厂房、机器设备的重资产制造企业不同，房地产开发企业的资产结构基本以流动资产为主，除了现金及等价物和应收款，就是土地（原材料）、在建工程（半成品）和已竣工物业（成品）这些存货。制造企业如果退出，投入巨资修建的厂房要折价出售，购买的机器设备有可能成为废铜烂铁，市场不好时，开工会亏损，停产亏得更多。而房地产开发商只要把手里的土地开发完、房屋售罄，不再拿新的土地，辞掉员工，就可以全身而退了。由于土地价格长期上涨，未建土地可以直接获利转让，在建项目甚至烂尾项目也能以不亏本的价格卖给实力强劲的大开发商，即便是自持的写字楼、商场、酒店也可以像李嘉诚、王健林那样转手出售还赚一笔钱。退出门槛低，使得开发商不赚钱就没有必要继续做，在数万家被淘汰出局的弱小开发商中，获利退出转型的是绝大多数，破产跑路的只是极少数。对于强势龙头开发商，由于自身体量相对于巨大的市场空间仍然比较渺小，因此，在行业的“白银时代”，完全没有必要和哪个强势竞争对手死掐，市场上有大把不战而降的“软柿子”供你兼并收购。

第七，行业进入门槛越来越高。20年前，许多像许家印这样的白手起家者都能想方设法借钱拿块地搞开发；十几年前，很多主业并非房地产的国企、民企都可以注册个子公司进入房地产行业，都觉得这个行业的钱太好赚了；然而随着2014年房地产行业进入“白银时代”后，如果不是因为历史原因手握廉价优质土地，新的玩家已经越来越没有勇气和实力进入房地产市场了。好地段的一块地动辄几十亿元，一个新来者就算在与众多龙头开发商的竞价中拼得一块地，开发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成本无优势，品牌没有知名度，一旦遇到市场行情不好就可能亏大钱。

如果你熟悉战略管理大师迈克尔•波特的“五力模型”，并套用在房地产行业上，你就会认同，房地产是中国近些年最好的行业这一结论。在“白银时代”中，房地产行业进入壁垒高、对上下游议价能力强、行业内部竞争不激烈、无潜在替代品，简直就是完美的存在。

（三）行业集中势不可挡

行业退出门槛始终很低，行业进入门槛越来越高，行业集中度不断提高就是必然趋势。其实直到2012年，房地产仍然是一个集中度极低的行业，数万玩家参与其中，即便是老大万科，当年也只不过占有2%的市场份额，行业前10名市场份额合计只有12.5%。不过与行业10强2009年合计8.7%的份额、2011年合计10.4%的份额相比，集中的势头已经非常明显。与此同时，行业3强、30强、100强的市场份额都在逐年提升。

在2013年初，你或许无法想象到2018年行业3强的门槛竟然高达5000亿元，千亿元规模的房企达到30家，毕竟，2012年的老大万科的规模才1418亿元。然而但凡具有商业常识者，都不难做出未来10年房地产行业集中度将继续快速提升的判断。后来的事实也验证了这一点，从2013年到2017年，行业10强的市场占有率依次为13.7%、16.9%、16.9%、18.7%、24.1%。其中2017年，行业3强的市场占有率合计达到11.8%，行业100强的市场占有率则高达54.9%。2018年初，克尔瑞预计未来行业10强的集中度会达到35%，而融创孙宏斌则预言行业前5的市场份额将达到30%~40%。

逆水行舟，不进则退。到2018年，200亿元的规模连行业百强都进不去，不是行业百强银行都不给你贷款；500亿元规模的开发商3年前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

还可以活得很滋润，但现在都被挤出50强了，甚至有被吞并的危险；没有2000亿元都保不住行业10强，进不了10强就没有话语权。

从2014年起，资本市场就担心房地产行业的市场空间已经接近天花板，整个行业没有成长性了，出人意料的是，仅仅过去4年，中国房地产行业的市场空间又足足翻了一倍。退一万步，就算当时行业的市场空间真的接近顶部了，但我投资的又不是房地产行业，而是强势龙头地产企业，是最好的行业中最强的企业！这只是双保险，资本市场又赐予了我们地产股投资者第三重保险——极低的估值，比破产清算价还低。好行业、好公司、好价格，价值投资者梦寐以求。

（四）房地产行业的“青铜时代”展望

任何具体的行业都是有生命周期的，管理学教科书上通常把行业生命周期划分为孕育期（或导入期、初创期）、成长期、成熟期和衰退期。成长期的主要特点是行业市场空间保持高速增长，可以进一步划分为成长前期和成长后期：成长前期，新的玩家不断进入；成长后期，优胜劣汰使得行业走向集中。如果不发生重大需求变化和技术替代，行业成熟期的时间跨度可能很长，大致还可以划分为成熟前期和成熟后期。其中，成熟前期，行业市场空间还能维持低速增长；成熟后期，市场空间保持平稳或缓慢萎缩。有时，人们会把孕育期和成长期的前期称为行业的“黄金时代”，把成长期的后期和成熟期的前期称为“白银时代”，把成熟期的后期称为“青铜时代”。

虽然房子自古有之，永续存在，但中国现代商品房市场却是在改革开放之后才出现的。至于中国商品房行业生命周期阶段的划分，并无统一的说法。我们不妨把1987年深圳首次公开拍卖土地，算作中国商品房行业孕育期的开端，后来经历了海南房地产泡沫破裂。直到1998年7月3日，中国政府宣布全面终止福利分房，住房分配货币化正式开始，可以当成商品房行业进入成长期的标志。时至今日，中国商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

品房行业肯定已经处于成长期后期和成熟前期的过渡阶段，但具体的临界点在哪里还难以定论。虽然从2016年到2018年，每年年初，行业内部普遍认为“去年基数很高，今年很难再增长了”，但这3年行业仍然保持着两位数的增长。

按照万科的说法，2014年以后，中国房地产行业进入了“白银时代”，但是“白银时代”能持续多久，目前还看不太清楚，可能到2025年，也可能是2030年，或许主要取决于中国的城镇化进程。大约到了城镇化的末期，中国商品房市场应该就会进入“青铜时代”。我们不妨展望一下，中国商品房市场的“青铜时代”具备哪些特点，大的假设前提必须是中国经济长期健康发展，不出现大的动荡。

参考发达国家和地区的城镇化进程，内地房地产行业“青铜时代”的特点可能是：商品房销售面积缓慢下降到一个新的平台后企稳，局部人口流动导致的新增需求和城市更新的需求会一直存在；房价长期震荡慢牛，部分地抵消了销售面积的下降，使销售总金额在一个较高的平台上上下波动；城镇化已经进入第三阶段，人口从过度拥挤的核心城市向核心城市周边扩散，核心城市和周边三四线城市仍然有强劲的住房需求，而远离核心城市的中小城市则普遍住房过剩；在小城镇拥有一套旅游度假的第二居所可能成为大都市中产和富裕家庭的标配；行业集中度停止上升，小鱼已经被吃得差不多了，市场上的玩家以鲸鱼和鲨鱼为主，普遍管理优良；大型房企正面竞争，品牌溢价、融资渠道等方面的差异缩小，组团联合拿地现象普遍，通过其他产业资源跨界整合低成本拿地的能力成为个别房企的长期竞争优势所在；龙头开发商由于销售增长缓慢，每年拥有大量的正经营现金流，负债普遍下降到健康水平，抵御行业周期波动的能力大大加强；价格战仍然少见，行业周期下行时开发商普遍选择减少供应；上市房地产公司普遍成为低市盈率、高股息收益率的蓝筹股；慢周转模式与快周转模式并存；房企普遍增持优质地段的商场、写字楼等收租型投资物业；由于降负债、降杠杆、周转放慢，上市房企的真实净资产回报率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全面回落到10%~25%，能保持在20%以上的房企只是少数；龙头房企在夯实地产主业的同时，纷纷开始多元化探索和布局，个别先行先试者的多元化业务已经进入收获期。

商业世界，永恒的是变化，且行且观察。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十二章　你是地产股呆会计吗（上）

一、呆会计

（一）会计学、公司财务学与管理会计

什么是会计？什么是财务？什么是财务会计？什么是管理会计？在百度百科上，大家可以查到相关概念，但比较晦涩难懂。我在读企业管理专业硕士研究生时，学过“会计学”“公司财务学”“管理会计”三门相关课程，我们不妨看看这些课程分别包含哪些主要内容，以此来窥探其间的关联和差异。

会计学主要讲述会计基本概念、各项经济活动如何记账、财务报表如何构成等内容。会计基本概念包括会计六要素（即资产、负债、所有者权益、收入、费用和利润）、会计科目设置和复式记账法等。如何记账涉及各类资产和负债应该按照什么原则初始计量及后续重估，各项收入和费用应该按照什么准则确认、计提等。财务报表主要涉及资产负债表、损益表、现金流量表、所有者权益变动表的构成、细节及合并报表的制作等。

公司财务学课程主要内容包括：现金流、折现率、净现值、风险的概念；债券、股票和公司的现值；财务报表分析；企业各类投资决策的方法，包括净现值法、回收期法、内部回报率法等；企业各种筹资决策，包括发行普通股、优先股、债券、可转债、融资租赁以及分红、回购；企业的资本成本、资本结构和财务杠杆；预算管理和运营资本管理等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

管理会计是会计学的一个分支，与之对应的概念叫财务会计，会计学其实主要讲的就是财务会计。财务会计和管理会计主要有以下区别：财务会计也叫外部会计，主要为投资者、债权人、政府相关部门等企业外部读者服务，强调反映企业过去的财务状况，为便于横向对比必须严格遵守统一的会计准则，一般要遵从谨慎的原则，即资产估值宁肯低估也不要高估，利润宁肯少报也不要多报；管理会计也叫内部会计，是为企业内部管理者决策服务的，强调帮助管理者做出最优决策，并不受任何准则限制，一切本着实事求是的原则，怎么合理怎么来，力求真实地反映资产的价值和业务的盈利状况。管理会计课程主要讲授的内容包括：可变成本、固定成本、边际贡献、贡献毛利率、沉没成本、机会成本、专属成本等概念；本量利分析方法；定价决策、生产决策、部门裁撤及停产决策；弹性预算及控制等。

股票投资者是否一定要懂财务、懂会计？是略懂就可以，还是有必要精通？现实中，确实有部分只是略懂会计的投资者也能取得不错的长期业绩，他们会说：“做投资主要还是靠定性分析，靠格局和眼光，定量方面毛估估就行了。”我部分同意这句话，对于新兴产业的成长股，确实如此。由于市场普遍给予这些股票很高的市盈率，即便你精通会计、能把近期的利润算得很精细，也并无太大意义。比如，腾讯、阿里巴巴的投资者，又需要多高的财务会计技能呢？我想可能更重要的应该是看清行业发展趋势、看透企业的“护城河”、具备大局观、比别人看得更远、拿得更稳。腾讯连续多年净利润40%复合增长，也长期享受40倍左右的市盈率。虽然40倍的市盈率透支了3年的高成长，但你如果能清晰地预见到这种高成长至少可以持续5~10年，同样是成功的投资。在2013年初的时候，我就没有这种前瞻性，当时微信还远没有现在这么成功。6年过去，腾讯控股的股价比当时涨了8倍。腾讯控股现在的市盈率还是40倍左右，我现在还是看不清高成长能持续多久，或许有人能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不过，在投资中低市盈率的传统行业时，我认为财务、会计的知识和技能对于价值投资者来说非常必要，可以大幅增加胜算。如果有谁认为投资这些行业也不需要懂财务、会计，那他可能真的不懂。通常，人们精通哪项技能并成功应用过，就会觉得这项技能特别有用；反之，对于不具备或者不熟练的技能，往往觉得没用。

我为什么能发现地产龙头股的价值并把握住恒大地产这个十倍股的机会？我自己总结，主要是因为我具备两项核心技能：一是擅于识别好公司；二是熟悉会计、财务并精通管理会计。擅于识别好公司，一是因为企业管理专业科班出身，从书本上了解了好公司应该长什么样；二是因为在华为这家中国最好的公司长期工作过，好公司的企业文化深入骨髓。同样，熟悉会计、财务并精通管理会计，一方面是因为学过相关课程，另一方面是实战中的机缘际遇。

（二）我是如何精通会计的

通常，企业管理专业的学生并不被要求学会会计记账，只要懂得原理、看得懂财务报表就可以了。而我并没有直接做过会计相关岗位，却对会计记账、报表编制滚瓜烂熟，怎么做到的呢？大约在华为工作一年后，我在一次内部培训中学会了使用一款Lotus-Approach桌面数据库，类似于微软Office办公组件中的Access。随后出于兴趣，我开发了一个“家庭理财数据库”，每天用复式记账法记录每一笔家庭收支。例如，发工资了，就录入：借，银行存款，7500元；贷，工资收入，7500元。去超市购物，就录入：借，日用百货，150元；贷，现金，150元。数据库还建立了勾稽关系，能够自动生成资产负债表、损益表和现金流量表，每新录入一笔交易，3张报表都会动态刷新。此后3年，我坚持维护这个数据库，不但练习了家庭理财，也熟练掌握了基础的财务会计技能和数据库开发技能，可谓一举多得。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我又是如何精通管理会计的呢？就更是机缘巧合了。早在读研一时，有一位欧洲某商学院的访问学者，在“公司战略管理”课程中，组织学生举办了一场模拟企业管理对抗赛。在这种仿真企业管理游戏中，学生被分成8个小组，每组是一家公司的管理团队，可以自行分工，谁当CEO、谁当CFO、谁当COO等。游戏初始，每家公司的状况完全一样，拥有同样的历史财务报表、机器设备、工人数量、费用开支等，并生产同样的某种高、中、低端电子产品。

从第一轮游戏开始，每个小组要制定各自的竞争战略，进而分别就数十个变量做出具体决策。这些决策变量包括：高、中、低端产品的产量、价格，广告费用，渠道佣金，研发费用；添置或出售机器设备的数量，采购原材料的数量，新增或削减雇员的数量，员工的工资标准；融资借钱的金额，分红的政策，等等。每个组的决策单都会被录入一款仿真模拟软件，互相影响、彼此竞争，不同的决策会得出不同的经营结果，比如谁的产品价格低、品质好、广告力度大，谁就能获得更多的订单，但如果你的供货没有跟上，就可能发生欠货并影响品牌，反之可能形成库存。每一轮游戏后，每个小组都会收到各自的经营报告和财务报表以及竞争对手的部分公开信息，比如各家的市场份额、研发总投入、广告总投入、第三方给出的产品评价星级等，此外还有一些宏观的市场信息，比如经济景气度的变化、原材料价格波动、资金成本的变化等。在这些信息的基础上，各个小组再进行第二轮决策，如此反复5~8轮，每轮通常代表一个季度或一个财年。游戏结束时，以企业股票价格最高的小组为优胜，而股票价格受到累计利润总额、最后一期的市场份额、产品星级口碑、分红政策、负债率等多项指标的综合影响。

我当时非常喜欢这款管理仿真游戏并且倾情投入。要在这种比赛中胜出，除了要制定出进取的竞争战略外，最重要的就是熟练运用之前“管理会计”课程学过的知识，力争在营销、生产、采购、人事、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

财务的每个环节都做出相互协调的最优决策，尽可能多地获取短期利润以支持长期竞争优势的构筑。

碰巧的是，那时候，一项起源于葡萄牙、风靡全球的国际企业管理挑战赛（Global Management Challenge，GMC）刚刚登陆中国。这项赛事一年一度，其核心是一款更为复杂、完善的企业管理模拟仿真软件。那时，每年有来自中国内地的多所大学商学院和部分企业的100多支代表队组队参加。由于在那位欧洲教授的“战略管理”课程中有初步的积累，我们南开大学商学院代表队首次参赛就夺得1997年度中国赛区总决赛的亚军。1998年，经验丰富再次参赛的我们运气依然不佳，又一次屈居中国赛区亚军，冠军是可以代表中国参加国际总决赛的。时至2018年，这项赛事如火如荼，仅中国赛区就有2000多支队伍参赛。如果本书读者中有商学院在校学生，我强烈建议你积极参加这项比赛，这会对你将来做价值投资或者创业很有帮助。我在参赛的那两年，总计投入了近千小时，比赛成绩之外，最大的收获在于对管理会计的熟练运用和对公司战略的深刻理解。

如果事情到此结束，也只不过是玩玩仿真游戏而已，巧合的是，在华为工作的最后5年，我竟然能够有机会充分实践上述管理会计知识和技能。

（三）华为终端商务部

2005年，现任华为三大轮值总裁之一的郭平，受命接手华为终端公司，即后来主打智能手机的华为消费者业务群。在郭平接手之前，华为终端公司的第一任总裁是徐直军，同样也是华为现任三大轮值总裁之一。徐直军时代的华为终端刚刚起步，主要承担一些战略性任务，因此连续两年亏损。徐直军在一次内部讲话中豪迈地喊出要“再造一个华为”，这句话吓坏了任老板，怕他过于激进，捅出大娄子，赶紧派稳重的郭平接任。郭平接手后的首要任务就是将终端公司由规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

模扩张为主转向规模、效益并重，并尽快实现扭亏为盈，自己养活自己，不用找其他部门借奖金来发。

由于终端公司的财务部门隶属于集团总部，为加强过程管控，郭总创造性地设立了自己直辖的终端商务部，任命富有市场一线经验的单昕为部长，并调来焦健、费兰梅等实力干将辅佐，并无财会部门经验的我，也十分幸运地在部门组建之初就从集团其他子公司调入。

与财务部偏重事后核算即前文所说的财务会计不同，终端商务部其实就是一个牵头负责利润指标的管理会计部门，其职能其实就是协助CEO从企业内部，对利润进行事前、事中管理和控制。除了负责利润预算和动态统计监控外，终端商务部还被授予基本价制定、向销售部门价格授权以及对低于授权价的项目进行审批的权力，同时具有参与研发、营销、成本等相关部门业务决策的资格，并对订单签订前后的一致性进行审核，实现了对所有订单全流程端到端的利润管控。

由于没有营业收入就没有利润，我们并不会因为价格低于授权就机械地否决项目，而是会设法兼顾营业收入和利润的增长。在商务决策方法论上，终端商务部摆脱了华为定价中心和财务系统那一套机械的、不合时宜的固定费用分摊机制的束缚，全面引入管理会计思维和方法。方法论的改变，直接使得很多原本被测算为亏损的项目改判为有利可图。在管理会计视角下，这些项目在扣除可变及专属成本后有正的贡献毛利，做比不做好，但在财务会计视角下，却因为分摊不了十几个点的固定费用而被视为亏损。大批此类订单被终端商务部放行，使得终端公司销量大增，进而使采购降成本有了更大的谈判空间，成本的下降最终使得那些订单在实际发货时的贡献毛利率大幅超过了之前签单时的预算，形成了成本下降而营收、利润共同增长的良性循环。一些销售金额巨大的战略项目，价格竞争非常激烈，我们在精算可变成本的基础上，事先亲自向高通索要项目返点，同时推动研发和采购部门制定降成本方案，力争使负毛利变成正毛利，使不可做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

变成可做。由于这些低毛利大单的签订额外推动了产品成本的下降，进一步使得其他原本利润合理的订单变得利润丰厚。当然，实在亏损且没有战略意义的项目，部长单昕也会顶住压力，坚决放弃。营业收入的超预期增长，使得那些通过预算控制的固定费用被大幅摊薄。

终端商务部成立仅半年，华为终端公司就出人意料地实现了扭亏为盈。此后数年，在郭总的领导下，终端公司各部门密切配合、共同努力，每年都在超额完成集团下达的收入指标的同时，大幅超额完成利润指标，终端公司利润贡献占集团的比重逐年提升。每到年底，我们还和财务部一道，想方设法多计提一些可能发生的损失，以便“藏”起一些利润留待来年，这是“好公司”特有的“幸福的烦恼”。

在单昕的带领下，终端商务部全体员工各司其职、各尽所长，圆满地完成了任务。我的主要贡献在于管理会计方法论的建设和推广运用，扮演一个智囊的角色，而任务的达成必须有赖于焦健、费兰梅、张霖、张建宾、顾燃燃、柳琳、李立、陈颖、但玉翠、潘喆等数十名商务部同事强大的执行力和长期努力的工作。当然，终端商务部只是一个对利润目标牵头的枢纽部门，最终成绩的取得与研发、销售、成本、采购、营销、财务各个部门的努力都分不开，每个部门只是“七个馒头”中的一个，谁都不能说自己就是最后那个让公司“吃饱”的馒头。

2010年，由于终端公司CEO的更迭，独特的终端商务部被集团调来的新任CEO拆分了。后来，终端公司业务遇到一段瓶颈期，CEO像走马灯般轮换，直到华为智能手机崛起，改组后的华为消费者业务群进入了辉煌的余承东时代。

其实早在2006年，任老板一度不大看好终端业务前景，曾经想把终端公司像早年的华为电气那样卖掉，或者拆分上市，内部称为A项目，我也是参与了的。A项目搞了一两年，最后因为2008年爆发全球金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

融危机而终止。当时我还不知道，那一年许家印的恒大地产首次上市也失败了。终端公司没有被卖掉，对华为集团来说，可谓因祸得福。经过几代终端人的前赴后继，如今华为消费者业务群真的实现了徐直军当初的梦想，再造了一个华为，无论是营收还是利润。

在终端商务部被拆分前夕，我遵从内心的呼唤，没有接受新的岗位安排，趁机离开了效力11年的华为，并在休整两年半后开始了全新的职业投资生涯。当时没有想到的是，精通管理会计这项独特技能，在我后来投资宇通客车、格力电器、恒大地产等股票时都起到了决定性的作用。

有趣的是，我在价值投资中所运用到的，并非“管理会计”教科书上的某个具体方法，或者在终端商务部工作实践中遇到的某种情形，而是一种理念、一种意识、一种潜移默化的习惯。概括地说，就是一切财务分析都要结合原始的业务流程进行，落地到最小的业务颗粒，而非脱离业务实际、笼统地解读合并财务报表。后者，我称之为“呆会计”。正是因为这种理念、意识和习惯，看到同样的财务数字，我才有可能得到与“呆会计”完全不同的解读，从而发现价值，成功投资。

（四）“呆会计”速写

2016年6月底，我在雪球发帖子感慨道：“三年多来，笔者接触过数以百计的专业股票投资人，人们各有能力圈。但我发现，这个群体中懂房地产的真的非常非常少。多数人直接承认‘房地产，看不懂，不看好，不投’。部分人凭借其在其他行业的商业领悟和会计知识，对房地产企业做出评判，负债率啦现金流啦说一堆，其实是一知半解、不得要领。哪怕有些地产行业出身的人，如果不是做投资拿地、财务、高管这种岗位的，而是做工程、营销的，往往也不知其所以然。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我在帖子中继续写道："说起能力圈，笔者觉得制造业是个大圈子。汽车、家电、计算机、工程机械、机器人、白酒、食品饮料……都大同小异、触类旁通。不过，半金融半制造属性的房地产行业，却是一个独立的能力圈。因为制造业和房地产行业的很多思维理念是根本冲突的，会计准则是差别巨大的。比如，制造业是厌恶高负债的；而房地产是拥抱高杠杆的，各种杠杆，股权的、债权的，有息的、无息的。制造业的固定资产是不断折旧的，存货放久了会贬值；而开发商的土地储备是长期升值的。制造业的财务报表收入成本是基本匹配的；房地产则因为预售制度导致收入与销售费用、管理费用严重错位，进而负债、利润等指标严重扭曲。制造业增速越高，损益表、负债表越好看；房地产增速越高，损益表、负债表越难看……所以，外行人不懂得房地产开发流程，不懂得房地产会计制度，就凭其他行业的经验来评论房地产企业，得出的结论往往误人误己，不知道自己不知道。"

为了形象地描述上述这些人"脱离业务的财务会计分析"行为，我专门原创了一个词——"呆会计"，创作灵感来自"书呆子"，就是指那些死读书而不能把知识活学活用于实践的人和现象。当你不懂某个具体行业、具体企业的业务特点，却对着财报啪啪啪敲计算器算出几个指标，然后就大言不惭地评价企业时，你就是呆会计附体了，你得出的那些结论，不是公理就是谬误。当然，回到你的能力圈里，呆会计又离身了。因此，呆会计是分行业的，有地产股呆会计、保险股呆会计、银行股呆会计……本书只谈地产股呆会计。

呆会计三要素：懂会计、不懂业务、瞎评论，缺一不是。

（五）呆会计易感人群

2012年单枪匹马写报告做空恒大地产的香橼投资创始人莱福特，就是一名非常典型、活灵活现的地产股呆会计。他完全没有中国房地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产行业相关经验，从未做过任何一手调研，事先也没有与恒大方面有任何交流，仅凭着在互联网上搜集的公开资料、娴熟的财务会计技能和丰富的想象力，就闭门炮制出一份长达57页的做空报告，罗列出6种“少记负债的会计手段”、亮起7盏“警告红灯”，实为呆会计界的典型范例。他不了解恒大与地方政府之间一次签约、分期付款、分期取得土地使用权的业务实际，就盲目指责恒大少记负债，却不知资产也同时少记了；他不知道每个地下车位的建筑面积为25~30平方米的行业常识，就想当然地认为一个车位只有10平方米而没有加上通道分摊面积，并据此推导出恒大为美化报表，做高投资物业成本，做低可售住宅成本的罪名；他完全不知道恒大地产的土地储备位置，就因为平均土地成本显著低于同行而诽谤恒大通过贿赂地方政府廉价拿地；他意识不到体育营销对企业品牌的积极作用，就谴责许家印挥霍股东财富以满足个人爱好。

与莱福特一样，经常发文揭露地产商负债高企，设问读者这个地产商会不会突然倒下的财经杂志和自媒体作者，经常唱空地产股的首席经济学家、知名公募私募基金经理，言必称房价一旦下跌地产商就会死掉一大片的雪球大V，绝大多数都是地产股呆会计。更令人震惊的是，有部分外资投行地产分析师、债券评级机构竟然也是地产股呆会计！或许因为刚毕业、缺乏地产企业经验、不了解中国国情，这些地产分析师就是通过把财报上的数据录入Excel表写研报的，什么行业格局、竞争优势、企业文化、业务流程，统统不在考虑之列，整天挂在嘴边的就是毛利率、核心净利润率、净负债率、净资产价值（NAV）。连香港大地产商都谦虚地表示应该向内地同行学习快周转，这些地产分析师还整天抱着那套适用于欧美及中国香港慢周转地产商的模型来套内地高增长地产商，结果只能是年复一年地啪啪啪打脸。现实中经常有很多为生计奔波的普通人，操心地产富豪的资金链断裂了该怎么办。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在香港股市，很多海外投资者缺乏商业常识，对企业求全责备，既要马儿跑得快，又要马儿不吃草，怎么做，都能挑出毛病来。万达商业重资产经营时销售高增长，市场嫌它高负债，改成轻资产经营后，市场又嫌它没增长。一位香港分析师称："香港市场最重视的是盈利增长、低负债、健康的现金流以及高成长空间。"做没做过生意呀？你这么牛你创业试试？

于是乎，我和少数自认为懂房地产会计的人，常年和我们眼中的呆会计打口水仗，对方讥笑我们无畏，我们嘲讽对方无知。谁对谁错当时旁观者难以分辨，但终将随着时间的推移而大白天下。本章和下一章，我将在紧密结合房地产业务实际的基础上解读一系列财务数据，使读者明白怎样做才不是呆会计。

二、地产股呆会计37题

2017年1月13日，我在雪球发表了代表作《呆会计自测37题！你是"地产股呆会计"吗？》一文，随后设为置顶帖，至今累计点击过百万次。有许多读者反馈说因为读了此帖而开始或加大投资地产股，并获利颇丰。在阅读本章后面内容及第十三章之前，读者不妨先用这套题自测一下，看看自己能得多少分。由于这套题写于两年多之前，有些内容难免不准确或认识已有提高，不过没有关系，后面的章节还会就这些内容详细展开。这套题是用来读的，不是用来答的，因为参考答案直接给你了，你只需要判断自己以前知道还是不知道。总共37道题，每题1分。31分以上可以自由对地产股发表评论；21~30分，评论要谨慎谦虚，否则有可能成为呆会计；11~20分，多看少说，否则很容易成为呆会计；10分以下就是纯外行了，张嘴就是呆会计。

（1）我国房地产采用预售制。为了更快满足人民群众巨大的住房需求，减轻开发商资金压力，增加总供给，中国内地房地产采用预售制，即房子竣工前就可以销售。在中国绝大多数三四线城市及内陆省

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会城市，高层住宅往往刚出地面就能拿到预售证开盘。而在一线城市和部分发达二线城市，预售的要求较高，往往要接近封顶才能开始卖。

（2）交楼才能确认营业收入。尽管房屋已经预售出去，确认了“合同销售额”，即每年用于房企排名的指标，开发商也已经收到首付及按揭全款，但在交楼给业主之前，开发商的损益表上不能确认营业收入、相应的销售成本和销售毛利。资产负债表上，销售回款增加现金，同时负债端增加“客户预收款”，客户买的还没建成的房子还在资产端的“存货＼在建工程”里。直到房子竣工交付给业主的那一刻，预收款结转为营业收入，对应存货结转为销售成本，毛利兑现同时增加应缴税金及股东权益。与普通制造业预收款只停留几个月不同，房地产企业的客户预收款最长可能停留3年，平均大约一年半。例如，中国恒大2016年合同销售额3730亿元，但营业收入大约只有1800亿元。（呆会计连地产企业的合同销售额和营业收入都分不清）

（3）再赚钱的地产项目也要先亏3年。高层住宅从拿地到交楼起码两年半，正常3年多。也就是说，无论项目多赚钱，前3年的项目损益表是没有营业收入的，也不结转销售成本，只有营销费用和管理费用支出，即项目损益表肯定要连亏两三年才会见到利润。

（4）销售增长越快的开发商即期利润越难看。大型开发商的损益表就是由几百个项目损益表合并而来的。由上题得知，所有新项目前两三年都必然是亏损的，后期交楼的项目才贡献利润，那么报告期内新项目比重越大，交楼项目比重越低，开发商的合并报表净利率就越低，甚至亏损。现实中，销售增长越快的开发商，新项目比重自然越大，较少的老项目结算收入和毛利要分担较多的新项目前期营销和管理费用，净利率压力会比较大。比如，近些年销售增长迅猛的恒大、融创都是如此。而那些销售增长缓慢的开发商反而损益表好看，比如中国海外发展和龙湖。（呆会计常说高增长开发商增收不增利）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（5）房地产仍然是最赚钱的永续行业之一。全社会的平均净资产回报率（ROE）通常不到10%，而10%对于房地产开发商来说是没有兴趣做的。虽然说行业黄金十年已过，随便谁拿块地就能赚钱的时代一去不复返了，弱势开发商越来越难赚钱，但对行业强势龙头来说，现在是比“黄金时代”更好的“白金时代”，单个项目自有资金投资回报率还能长期保持在20%以上。（呆会计以为房地产是夕阳行业，所有企业都赚钱越来越难）

（6）衡量房地产项目盈利水平的主要指标是项目内部回报率（IRR）。拿地前，房企会对项目盈利能力进行全面预算，包括项目净现值、投资回收期、毛利率、净利率、峰值现金需求等，但最重要的决策参考指标是“全投资内部回报率”。所谓全投资就是不区分自有资金和外部融资，或者假设全是自有资金投入。具备成本优势的龙头房企在拿地（招拍挂或并购）时往往要求项目的静态全投资内部回报率在15%上下。所谓静态，就是不考虑房价上涨。

（7）开发商上杠杆是因为有把握赚大钱且机会太多。事后看，具有显著竞争优势的龙头开发商，算上资金成本，98%的项目都是赚钱的，胜算极高。在自有资金有限、市场机会非常多时，加杠杆是理性选择。有把握赚15%的全投资内部回报率，借一部分8%的债可以把自有资金的内部回报率撬到20%、30%、40%……每个项目尽量少占用自有资金，有限的自有资金就可以投入更多的项目，企业就能更快地滚雪球。当然，对于弱势中小开发商来说，如果赚10%都没把握，借8%的钱就是作死了。此外，如果以后龙头企业钱多机会少，也自然会像香港开发商那样低杠杆。（呆会计把开发商合并损益表上的净利润率和单个项目IRR混为一谈，认为利润不到10%，借9%的债很危险）

（8）龙头开发商主要赚品牌溢价和低成本优势的钱。竞争会使高ROE向社会平均水平回归，除非你有“护城河”。少数强势龙头开发商的“护城河”非常明显，一是相对于中小开发商5%~10%的品牌溢价，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二是相对于竞争对手5%~15%的长期低成本优势。长期低成本优势主要包括低价拿地、低价采购材料、低成本融资、营销及管理费用摊薄等。对于招拍挂的项目想低价拿地只能依靠逆周期，在别人都缺钱时你融资能力最强。但龙头开发商更普遍的低价拿地方式是与地方政府协议拿地，整合资源打造各种商业综合体、产业新城、旅游小镇、健康谷等。规模领先且执行标准化战略的开发商，比如恒大，在采购材料时具有极强的议价能力。此外，龙头开发商的融资渠道越来越广阔，中小开发商则借钱越来越艰难。（呆会计以为所有开发商只能靠房价上涨赚钱）

（9）龙头开发商成长空间很大，行业集中度迅速提升。由于全方位的竞争劣势，弱势中小开发商只能靠天吃饭。停止拿地，择机退出，把项目和市场份额让给大开发商是必然选择。2016年，全国地产百强只占全国份额的48%，全国十强只占20%，三强只占9.5%，老大只占3.4%。行业专家普遍预测到2020年，全国百强将占到70%~80%，十强占到35%~45%，三强占到20%，老大接近10%。未来5年，是强势龙头企业的“白金时代”。（呆会计把房地产行业空间到天花板了等同于所有企业增长都到天花板了）

（10）房价暴涨时开发商要交巨额土地增值税。营改增后，房地产开发商适用于11%的增值税率，税负大致与之前5%营业税时相当。房地产行业适用的所得税率是25%。房地产行业最特殊的税种是土地增值税，按单个项目分级累进征收。如果某地产项目的销售收入对比可扣除的成本项增值不超过50%（成本100元，销售收入不到150元），则增值部分征收30%土地增值税；增值超过50%不到100%的部分，征收40%土地增值税；增值超过100%不到200%的部分，征收50%土地增值税；增值超过200%的部分，征收60%土地增值税；如果增值部分不到20%，即项目微利或亏损时，免征土地增值税。（呆会计以为长期囤地升值大头归开发商）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（11）即使房价跌两三成开发商也不一定都亏钱。由于有“税盾”的影响，开发商的利润对房价涨跌没有大众想象得那么敏感。如果拿地成本低，地价房价暴涨所得，一半以上会以土地增值税和企业所得税形式装进政府的口袋。反之如果房价大跌回来，政府也跟着少收大量土地增值税和所得税。当然，高峰期拿的地王项目就难免亏损了。以中国恒大为例，2016年中报披露的1.86亿平方米土地储备账面原值2600亿元，市值已达5700亿元，升值3100亿元。如果房价不变，房子全都卖出去，3100亿元的升值起码要交1500亿元土地增值税及400亿元企业所得税。但如果现在地价普跌一半，房价大降两三成，恒大这批土地储备照样可以赚取正常利润，有亏钱风险的只有2016年下半年调控前拿的几块地王而已。（呆会计认为开发商报表净利润率10%，房价跌10%以上就会亏本）

（12）快周转开发商长期完胜高利润开发商。由于累进土地增值税的存在，喜欢长期囤地、追求高利润率的香港开发商，在内地完败给快速开发、平利多销的内资快周转开发商。你的资金以50%回报率转1圈的时间，别人的资金已经以25%回报率赚了5圈。此外，由于一线城市地价占房价比例高、预售条件相对严苛（起码拿地一年半才能开盘），所以早期聚焦一线的开发商发展速度都较慢。而采用农村包围城市战略，能在二三四线城市做到拿地5~8个月开盘的恒大、碧桂园，却在行业排名中后来居上。（呆会计不知道恒大、碧桂园在三四线城市可以活得很滋润）

（13）强势龙头开发商喜爱行业小周期波动。弱势中小开发商喜爱房价暴涨，惧怕调控，因为他们只打算把手上的项目做完就不玩了。打算长期经营的强势龙头开发商则希望行业健康平稳发展，不希望房价大涨导致地价过高，更不希望房价大跌引发系统风险。这方面，龙头开发商和中国政府的立场是一致的。通常，政府调控导致行业景气度下降时，强势龙头开发商往往大快朵颐地吞并中小开发商。（呆会计认为调控利空全行业）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（14）房地产开发就是利用各路资金“为我赚钱”的现金流游戏。开发商拿地时，通常会使用一部分自有资金，另一部分靠融资解决。融资既可以负债引入信托资金，也可以与第三方进行股权合作，还可以采用永续债等明股实债方式。项目开工后，强势开发商通常会要求供应商垫款数月，运营资金缺口则用自有资金弥补。四证齐全后，才能申请银行的开发贷。然后就是尽快开盘销售回款，有了回款就开始按比例归还银行开发贷，偿还到期的供应商垫款、信托、永续债，与少数股东瓜分自由现金流。开发商分得的现金回款，滚动投入下一期或下个项目。通常，房地产项目自有资金需求峰值时刻是开盘前或开发贷放款前。那么，开发商的自有资金从何而来呢？一般分为几部分：原始资本、发行股票融资、销售利润积累、发行企业债。（呆会计认为开发商是给政府和银行打工的苦力）

（15）融资能力决定房企发展速度。对于行业整合阶段的龙头房企，最重要的除了经营现金流入，即销售回款外，就是融资能力了。面对大把的预期内部回报率达两位数的拿地及并购机会，谁能融到更多的钱、把握更多机会，谁就能取得更快的发展，在长期行业竞争格局中立于不败之地。融资成本与融资规模也存在一个平衡，比如恒大以平均8%利率融资5000亿元，比以5%利率融资几百亿元的开发商发展快得多。（呆会计只比借款利率高低，忽视了融资总额的差异）

（16）股权合作未必比债权合作有利。有些开发商拿地时偏爱股权合作（典型如万科），有些偏爱举债拿地（典型如恒大），应该说各有利弊。股权合作的好处是能使开发商报表负债率低，评级高，企业债融资成本低，经营风险被分担；缺点是权益销售占比降低，项目利润好时少数股东实际分成往往高于债务利息。而债务合作则相反。现实中，当开发商成本优势显著、项目预期回报率高、胜算大时，采用债务融资更能使股东利益最大化，获得更高的ROE；项目预期回报一般，胜算不够大时，采用股权合作更佳。（呆会计只强调股权合作能分散风险，忽视了风险发生的概率和机会成本）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（17）开发商的资金成本是多种融资加权平均的结果。开发商的负债分有息负债和无息负债。有息负债中利率由低到高依次为企业信用债、银行开发贷、信托及永续债。无息负债主要是上下游占款，上游占供应商垫款，下游占客户预收款。狭义的综合融资成本是有息负债的加权平均利率，广义的还可以把无息的上下游占款加权平均进来。（呆会计经常拿某个开发商的企业信用债利息和另一个开发商的永续债利息做对比）

（18）企业信用债的利率跟评级直接挂钩。开发商能拿到的使用最灵活、成本最低的有息借款往往是在内地发行的公募公司债，但发行规模受到限制，不能超过净资产。中国内地曾多年不让房地产开发商发行信用债，逼迫缺钱的开发商只能去海外发行高息优先票据。2015年，中国内地恢复开发商发行公司债，但近期又有所收紧，目前只有全国百强房企或上市房企中满足一系列限制条件的少数公司能够发行公司债。公司债的利率跟开发商评级挂钩，评级越高，发行利率相对越低。国内评级机构给房企评级时会综合考虑企业负债率、销售规模、市场份额、城市布局、盈利能力等多项指标。恒大在国内获得AAA评级。（海外评级机构的呆会计主要根据财务报表上的各种负债指标给房企评级，恒大是垃圾级）

（19）银行的房地产开发贷款条件严苛。一般中小开发商很难从银行贷款开发项目，大开发商则容易得多。但银行贷款是不可能用于拿地的，往往要项目开工数月、四证（土地使用证、建筑施工许可证等）齐全后才能放款。大型房企的开发贷利率在7.5%左右，不会太低。而且项目开盘销售后的现金回款，至少三成要还开发贷。（呆会计以为开发商很容易用银行的钱）

（20）明股实债的永续债是去一二线城市拿地的好工具。永续债不设固定的还本期限，理论上可以无限期只支付利息，不还本金。但如果有几年后利率跳升条款（比如前两年8%，第三年起每年加2%），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

则在现实中会在利率跳升前还清本息，除非企业遇到流动性危机。目前，银行只帮少数几家特大规模房企发行项目永续债，且只能用于一线和发达二线城市拿地，并专户管理，不能挪用。因是同一家银行操作，可以与该项目的银行开发贷无缝衔接。即便没有利率跳升条款，由于绑定项目，现实中的永续债也都随着销售回款而在两年内还清本息。恒大是行业内率先大规模使用永续债的企业，在自有资金有限时，借助永续债工具成功完成一二线城市战略布局，实现跨越式大发展，一举超越万科坐上行业老大宝座。（呆会计不知道永续债都是捆绑项目的，不知道永续债的利息跳升实际基本不会发生）

（21）大项目的总投资额是分期滚动投入的。对于大型房地产开发项目，往往分成多期开发，每一期其实可以看成一个小项目。往往一期开盘后回笼的现金滚动投入二期，二期回笼资金投入三期。一个号称总投资1000亿元的大型分期项目，往往投入资金峰值不过几十亿元。（呆会计看见开发商又上马了一个总投资500亿元的项目，不禁担心其资金链要断了）

（22）巨量土地储备并非因囤地不建。通常认为，长期经营的开发商，土地储备至少应满足未来3~5年的开发需求。对于快周转开发商，理应拿地后尽快开发，为何会囤积大量的土地储备呢？一个重要原因是大项目需要分期滚动开发。一期拿地就开工了，二期三期甚至及N期自然要先晒太阳。比如，恒大启东海上威尼斯项目和海花岛项目，上千万平方米土地储备，是要分十几年开发完的。由于这些大块土地储备地价十分低廉，每年的利息成本不过每平方米几十元，房价涨幅可轻松覆盖。

（23）土地储备只能原值入账。开发商资产负债表的资产端，重要组成部分就是待开发土地（原材料）、在建工程（半成品）和竣工待售物业（成品），这三者都必须原值入账。但现实中，土地不同于制造业的原材料，长期升值是常态，而升值是不能体现在资产负债表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上的。也就是说，对拥有大量土地储备的开发商来说，其资产往往被低估了，前面已经举过中国恒大土地储备升值的例子。（呆会计不知道开发商的高负债变成土地储备了，而土地升值远超利息成本）

（24）我国香港允许投资物业按市场价值重估。香港会计准则允许开发商将在建或竣工的商铺作为自己持有的投资物业，并按市场公允价值重估，确认“投资物业公平值收益”，即商铺还没卖出去，仅是划拨为自己持有的投资物业，就可以把市场价和成本价之间的差价算利润，增厚净资产。香港上市的开发商的报表利润中普遍包括这种投资物业公平值收益，A股上市的开发商报表利润则普遍不包括。如果横向对比利润，应该扣除两者的差异。此外，对投资物业重估利润，投资者并不买账，普遍将其扣除后看开发商的核心净利润，用于横向比较及计算市盈率。（呆会计拿投资物业公平值做文章，不知道专业投资者根本不看这块）

（25）已销售未结算金额基本锁定了开发商未来一年半的利润。商品房销售之后、交楼结算之前，称之为已售未结，包括资产负债表中流动负债的客户预收款、未入账的在途银行按揭以及客户分期付款中的未到期部分（没确认收入前不能记应收账款）。开发商的已售未结金额往往高于一年的合同销售金额，如无意外将于未来一两年内陆续交楼结算收入和毛利。因此，开发商下一年的收入和利润往往已经大部分锁定，下下一年的也锁定了一部分。例如，我们看到恒大地产在引入战投时承诺未来3年净利润888亿元，其中起码四成已经由已售未结合同锁定。如果2017年销售任务完成得好，兑现3年利润承诺就基本无悬念了。（呆会计很怀疑开发商的利润承诺是吹牛）

（26）开发商的账面净资产严重被低估。如前文所说，开发商的土地储备只能原值入账，存货中大量已售未结合同又隐含了一年多的利润待兑现，这都使得账面总资产和净资产被低估。只有投资物业可能是按市值重估的。因此，开发商财报的净资产是一个普遍被严重低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

估的数字，基于账面净资产计算的各种指标都不靠谱。（呆会计喜欢用市净率来给地产商估值）

（27）高分红和股票回购都会降低账面净资产。分红和回购都是有利于股东的好事，但会“损害”一切基于账面净资产计算的财务指标，可见这些指标是有很大局限性的。（呆会计在攻击某些企业账面净资产低时，无视高分红和回购的事实）

（28）专业人士看开发商的净有息负债而非总负债。客户预收款和供应商应付款是开发商对上下游资金的占用，占用越多说明议价能力越强。房地产行业，这种无息负债被认为是“好负债”。为了扣除好负债的影响，业内人士主要看“净有息负债”。净有息负债＝有息负债－现金。比如，中国恒大2016年中期的总负债是9400亿元，净有息负债不到3000亿元。（呆会计看开发商的总负债，不懂净有息负债）

（29）净有息负债率没有考虑净资产低估。净有息负债率＝净有息负债／归股东净资产。投行和评级机构喜欢用净有息负债率评估开发商的抗风险能力，通常认为60%是临界点，超出则风险高。但如前文所述，开发商的账面归股东净资产这个数据是严重低估不靠谱的，因此用其算出的净有息负债率也没有多少实际意义。（投行和评级机构呆会计预言的高风险基本就没发生过）

（30）单个项目的净有息负债额／率在开盘前达到峰值。一旦开盘成功，销售回款，就急速下降，因为项目账上现金猛增所致（净有息负债＝有息负债－现金）。而项目的总负债额／率都要在交楼前才达到峰值，随着交楼急速下降，因为客户预收款在交楼前始终是负债。

（31）增速越快的开发商有息负债率越高是正常现象。作为大型开发企业，其资产负债表就是由多个项目的资产负债表并表而成。可以想象，未开盘的项目（分*N*期开发的项目拆成*N*个项目看待）占比越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高的开发商，净负债率越高。未交楼的项目占比越高的开发商，总负债率越高。显然，增长越快的开发商，未开盘的新项目占比越高，自然净负债率和越高；增长越慢的开发商，净负债率越低。（呆会计只片面强调净负债率高，无视增速快，不懂其中的因果关系）

（32）投行惯用的NAV估值法不适用于高速增长的开发商。香港的外资投行，普遍采用净资产价值（NAV）法对开发商估值，其原理是假设开发商不再拿地，分几年把现有土地储备开发完毕，销售回款，偿还所有债务后所剩的现金折现。然后在此基础上根据目标价需要，打个折扣。分析师喜欢的开发商，打个九折，不喜欢的，打个二折或者三折。这种方法的缺陷一目了然，假设不再拿地只适用于很少拿地的香港开发商以及内地即将被淘汰的弱势开发商，完全不适用于一直在拿地的强势龙头开发商。理论上，每新拿一块地，只要不太贵，都会增加NAV。（呆会计很把外资投行的研报当回事）

（33）强势龙头开发商适合用市盈率法估值。对于较大概率能长期经营的内地龙头开发商，A股地产分析师普遍采用的市盈率估值法相对更合理。只需预测未来三四年的利润和分红，给个2020年7~8倍动态市盈率，再折现即可。比如，万科预计2020年营业收入6000亿元，归股东净利润500亿元，可给市值4000亿元，再折现到现在。

（34）房地产项目利息可以资本化。与制造业一样，营业收入和销售成本要匹配进入损益表。房地产的特殊性在于，对应具体房地产项目的融资成本也可以资本化（利息支付的时候不记入当期成本费用）到“存货”科目中，与土地成本、建筑安装成本等一并在交楼确认收入时结转为销售成本。这是十分合理的行规，所有开发商都会尽量资本化利息，除非不满足资本化条件。（呆会计看见开发商利息资本化大惊小怪）

（35）不是所有利息都能资本化。只有用于具体房地产开发项目的债务利息才能资本化，不能归到具体项目的债务利息不能资本化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

即便是具体项目财务成本，拿地前和竣工后发生的利息、囤地不建或停工超过3个月发生的利息也不能资本化，等等。此外，永续债的利息不能资本化。融创中国的利息资本化率较低，主要因为部分项目利息不满足资本化条件。中国恒大的永续债利息也都不能资本化。（呆会计以为部分开发商利息资本化比例低是主动而谨慎的）

（36）使用永续债拿地会显著推迟项目利润。这是相对使用信托负债拿地或者股权合作拿地而言的。如果使用信托资金拿地，利息是可以资本化到项目中的，等以后交楼确认收入时才结转销售成本。如果采用股权合作拿地，归属少数股东的利润也是项目交楼结算收入时，才从损益表净利润总额中划给少数股东。但是按会计准则规定，永续债利息不能资本化，从拿地开始，利息随发生随在损益表中当期划拨给永续债债权人。实践中，永续债本息往往在拿地两年内就偿还完毕了，而对应项目还没开始交楼。从结果上看，相对于信托拿地和股权合作拿地，永续债的使用会将房企普通股股东的近期利润大量推后到两三年后，虽然利润总额不变。以中国恒大为例，因为永续债的大量使用，2014年至2016年上半年，高达150亿元的归股东净利润被推迟到2016年下半年及以后。（呆会计不懂永续债对损益表的影响，得出利润很差的结论）

（37）购买土地使开发商的经营现金流流出。对于其他行业企业，买地肯定是投资现金流流出，唯独房地产开发企业不同。除非自用土地，购买用于开发出售商品房的土地，相当于购买原材料，属于经营现金流流出。对于土地销售多少补充多少的房企，销售规模稳定，净经营现金流入大致等于净利润。对于销售快速增长的企业，由于新购土地远远超过消耗土地，净经营现金流入往往远远小于净利润，甚至为负。这未必是坏事，反而是企业继续高速发展的基础。（呆会计谴责增速快的房企经营净现金流连年为负）

三、单个地产项目公司的财务模型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（一）单项目公司模型参数

上市的地产开发企业，无不同时开发并储备多个房地产项目，少则十几个，多则几百上千个，对于一个地产行业外部的投资者来说，直接看其合并报表是很难正确解读的。每当遇到复杂的问题，我们就采用老办法，解剖一只麻雀，先研究最简单的情形，然后推而广之，找到规律。正如我在华为终端商务部从事利润管理工作时，并非直接关注终端公司整体的财务报表，或者每条产品线及每个区域维度的业绩，而是直接落地到每个具体订单的可变成本和贡献毛利上。同样，要想正确解读一家房地产上市公司的财务状况，必须先落地到一个个具体的房地产开发项目上。2016年5月20日，我在雪球发表的《解密开发商暴利密码，摧毁呆会计三观》一文，正是从一个极端简化的模拟地产项目入手，揭示房企财报的秘密所在。本节对这个例子进行了改写，使之更加贴近现实、通俗而翔实。请读者务必认真研读本节内容，这是读懂本章后面内容及第十三章的基础。当然，如果因为缺乏会计基础知识而读不懂本节，则建议跳过这两章。反正连会计都不懂的人，也做不成呆会计。

我们假设有一个小型开发商，老板有6000万元自有资金，打算在一个三线城市做一个纯住宅项目，命名为A项目。2015年9月下旬，他在很短的时间内先注册了一个项目公司，注册资本6000万元，又拍下了一块占地1.25万平方米、容积率为4.0、可售建筑面积5万平方米的小块土地，总地价9000万元，折合楼面价1800元／平方米。按政府要求，9月30日就要支付一半的地价款，4500万元，剩下一半必须在6个月内付清。该老板详细做了预算，自有资金不足以支撑项目开发，于是又通过房地产信托公司融资了5000万元，为期1年，年化利率12%，2015年9月30日到账。该项目很小，不用分期，一次性开发完，全部为高层，从2015年10月1日开工，到2018年9月底前全部竣工并完成交楼，总工期为3年。以下为后来实际发生的各项成本费用数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 建安成本总计1.2亿元，假设12个季度每季度均匀发生1000万元，供应商同意延期付款3个月，这意味着最多可占用供应商1000万元。
- 信托借款于2016年9月30日一次性还本付息5600万元。为简化，忽略银行开发贷款。
- 项目于2016年5月份达到当地预售标准并开盘，当季度实现销售1亿元，此后每个季度销售2000万元，直到竣工交楼后，还剩下货值2000万元的现楼，于2018年4季度清盘。项目合计销售3亿元，平均售价6000元／平方米。为简化，假设当季度销售全部当季度回款。
- 例行销售及管理费用开支每个季度200万元，从2015年四季度到2018年4季度，共13个季度2600万元。例外销售和管理费用共400万元，其中200万元用于2015年3季度末拿地的前期费用，另外200万元用于2016年2季度项目开盘时的营销及宣传。
- 现实中房企需要交纳增值税、其他税金附加、土地增值税和企业所得税，有些随着销售合同预缴，有些在项目结束时清算，相当复杂。在此简化模型中，我们假设只有企业所得税，税率为25%，但要随预售合同预缴合同金额的3%，并在项目交付、结转收入和成本时多退少补。

根据上面这些数据，一名合格的会计，应该可以做出时间跨度为14个季度以及2015至2018年各年度的现金流量表、损益表和资产负债表，并计算出每个季度末的资产负债率、净负债率以及整个项目的净现值、内部回报率（IRR）等。有兴趣的读者不妨自己试着用Excel表做一下，更有助于理解后文，也方便做各变量的敏感度分析，即便因为不熟悉房地产行业会计准则，有些错误也没有关系。如果你做不出来，说明你的财务会计技能不过关，至多算略懂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（二）单项目公司现金流量表

我们先来看一下A项目的分季度现金流量表（见表12.1），有一条特殊的房地产行业会计准则需要注意。

表12.1　A项目分季度现金流量表　　万元

项目	2015年3季度末			2015年4季度	2016年1季度	2016年2季度	2016年3季度	2016年4季度	2017年1季度	2017年2季度	2017年3季度	2017年4季度	2018年1季度	2018年2季度	2018年3季度	2018年4季度	项目累计
事件	注册公司	发信托	拿地首付	开工	拿地尾款	开盘	还信托								竣工交楼预售结转	尾盘清盘	
经营流入：合同销售回款						10000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	30000
经营流出：购买土地支出			-4500		-4500												-9000
建安成本					-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-1000	-12000
例行销售及管理费用				-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-2600
例外销售及管理费用			-200			-200											-400
所得税						-300	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-480	-90	-1350
净经营现金流			-4700	-200	-5700	8300	740	740	740	740	740	740	740	740	320	710	4650
融资借入：信托本金		5000															5000
融资偿还：信托本金							-5000										-5000
借款利息							-600										-600
净融资现金流		5000	0	0	0	0	-5600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-600
账面现金余额	6000	11000	6300	6100	400	8700	3840	4580	5320	6060	6800	7540	8280	9020	9340	10050	

- 准则1：房地产企业购买用于开发出售的土地所支付的现金属于经营现金流，而非投资现金流，其实土地就是房地产开发企业的原材料。如果房企购买完工或在建的商铺或写字楼，目的是自用或者持有收租，则属于购入固定资产，计入投资现金流流出。

季度现金流量表显示了每一笔现金收入和支出，请读者仔细阅读每一行，您将注意到以下几个“现象”。

- 现象1：在项目开盘前的季度，没有任何经营现金流流入，只有流出，净经营现金流均为负，不断消耗之前投入的自有资金和信托借款。表12.1中最后一行显示，项目公司账上现金余额前3个季度逐渐减少，到2016年1季度末仅余400万元现金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 现象2：2016年2季度项目一开盘，季度经营净现金流立即就转正了，账面现金余额跳升至8700万元，即便3季度还清信托借款后也还剩余3840万元，此后现金余额逐季增加，到项目结束时高达1亿零50万元。
- 现象3：项目期初投入自有资金6000万元，期末收回10 050万元，经过13个季度，净赚4050万元。另外项目借用信托资金5000万元，为期1年，支付本息5600万元。

我们再看一下按年度汇总的项目现金流量表（见表12.2）。

表12.2 A项目各年度现金流量表 万元

项目	2015年年报	2016年年报	2017年年报	2018年年报
经营流入：合同销售回款	0	14 000	8000	8000
经营流出：购买土地支出	-4500	-4500	0	0
建安成本	0	-4000	-4000	-4000
例行销售及管理费用	-200	-800	-800	-800
例外销售及管理费用	-200	-200	0	0
所得税	0	-420	-240	-690
净经营现金流	-4900	4080	2960	2510
融资借入：信托本金	5000	0	0	0
融资偿还：信托本金	0	-5000	0	0
借款利息	0	-600	0	0
净融资现金流	5000	-5600	0	0
账面现金余额	6100	4580	7540	10 050

我们又注意到以下现象。

- 现象4：2015年度，项目的净经营现金流是-4900万元，之后年度均为正。

通过思考以上现象，我们可以得出下列“领悟”。

- 领悟1：单个房地产项目，先投入后产出，净经营现金流必然是先负后正。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 领悟2：资金链最紧绷的时刻发生在开盘前，一旦开盘热销开始回款，资金压力将大大缓解。
- 领悟3：项目开盘早晚对经营现金流影响很大，开盘越早越有利，本例是开工8个月开盘销售。现实中，很多三四五线城市预售标准很低，项目完成地下部分即可以预售，对于高周转地产商来说，开工后6~8个月开盘难度不大，碧桂园甚至可以做到开工后4~5个月就能开盘。而发达一二线城市的预售标准较高，往往需要一年甚至一年半以上才能拿到预售证。
- 领悟4：开盘去化率很重要，去化率越高，可以越快收回全部投资。本例是开盘去化三分之一，在现实中不算快。
- 领悟5：项目销售后回款越快越好。本例为简化假设售后立即回款，现实中普遍会延时1~2个月，银行按揭贷款额度紧张时延期更久。
- 领悟6：对供应商付款延期越久，对开发商的现金流越有利。本例是延期3个月付款，现实中有延期半年、一年甚至两年的。对供应商占款越多表明开发商议价能力越强。
- 领悟7：开发商务必根据开工、付土地尾款、开盘等关键时间节点和估计的预售进度，做好按月甚至按周的现金流预算，测算出项目资金需求峰值的时点，并通过自筹资金和外部融资提前安排好，避免资金链断裂。本例中2016年1季度末项目公司账面仅剩400万元现金是非常紧绷的，都不够支付4月的工程款，5月开盘前甚至需要短期拆借资金。

（三）房企老板：这是个好项目，干！

在了解了房地产开发业务和对应现金流的基础上，我们再从专业的角度来评估一下这个项目的优劣。地产行业内用来评估项目好坏的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

专业指标包括毛利率、净利率、净现值（NPV）、内部收益率（IRR）、动态投资回收期等。这些指标在一般的项目管理、公司财务学教科书里都有介绍，不熟悉的读者可以自学。现实中，房地产公司在决策上马新项目之前，都会根据上述这些指标综合评估，决定项目的取舍。

从表12.3中我们看到以下现象。

- 现象5：A项目整体的营业收入是3亿元，销售毛利8400万元，毛利率28%，净利润4050万元，净利率13.5%。

表12.3　A项目全生命周期损益表　　万元

项目	金额	占比
营业收入	30 000	100.0%
减：土地成本	-9000	-30.0%
建安成本	-12 000	-40.0%
资本化利息	-600	-2.0%
销售毛利	8400	28.0%
减：销售和管理费用	-3000	-10.0%
税前利润	5400	18.0%
减：所得税	-1350	-4.5%
净利润	4050	13.5%

现实中，这是行业内比较平均的利润水平，还不错。在行业景气、房价上涨的时候，很多项目的销售毛利率可以高达40%，净利润率可以达到20%，这还是受到了高额累进土地增值税的压制，否则净利润率可以更高。关于土地增值税，我们后文还会专门提到。而在拿地成本高、行业不景气需要低价促销的时候，有些龙头企业的毛利率也曾低至15%甚至10%以下。

本项目的动态投资回收期为20个月左右，贴现率不同回收期会略有不同。这个回收期在三四线城市项目中不算好，主要是因为我们假设开盘去化率只有三分之一。净现值和内部收益率两种方法其实是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回事，内部收益率就是净现值恰好为零的那个贴现率，因此我们只看内部收益率（IRR）即可，请看表12.4。

表12.4中我们简化假设：除2015年3季度的几笔现金收付发生在季度末最后一天，即“第0天”外，其他每个季度的现金收付都发生在季度内正中间的一天。比如，2015年4季度的所有现金收付都发生在开工第46天，2016年1季度的所有现金收付都发生在开工第138天，依此类推。我们根据相应的天数将每个季度的净现金流折现到第0天，来计算一下A项目的内部收益率（IRR），有4个不同口径。

最常用的口径就是“全投资内部回报率”。所谓“全投资”口径，就是不区分自有资金和外部融资，全部用自有资金，或者全部用外部融资，或者按任意比例混合使用，计算结果都是一样的。具体到本项目，就是把6000万元自有资金和5000万元信托借款混在一起，都看成项目投入，把4050万元净利润和600万元利息都看成项目产出。事实上，这就是用项目的净经营现金流来计算内部收益率，我们得到的结果是49.3%，看起来相当不错。

有时企业还喜欢把自有资金和外部融资区分开，计算自有资金与外部融资不同比例组合方案下的“自有资金内部回报率”。A项目中，我们就计算一下5000万元外部融资这一方案下的自有资金内部收益率。我们假设项目所需开支尽量优先使用信托资金，自有资金只在需要时随时调入项目公司，在闲置时也可以自由调出挪作他用，但暂时没被使用的信托资金本金不可以挪用。在表12.4中“口径2：自有资金现金流（不受限）”一行，我们看到2015年3季度末和整个4季度，都不需要动用自有资金，直到2016年1季度才需投入自有资金5600万元，而项目开盘后的2季度末，账面现金达8300万元，5000万元信托本金不可动，尚有3300万元闲置现金可以取出。计算下来，口径2的项目自有资金回报率高达73.0%！

表12.4　A项目内部回报率表　　万元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目	2015年3季度末	2015年4季度	2016年1季度	2016年2季度	2016年3季度	2016年4季度	2017年1季度	2017年2季度	2017年3季度	2017年4季度	2018年1季度	2018年2季度	2018年3季度	2018年4季度	项目累计	IRR
平均收付款期(天数)	0	46	138	227	319	411	503	592	684	776	868	957	1049	1141		
口径1：全投资现金流(不受限)	−4700	−200	−5700	8300	740	740	740	740	740	740	740	740	320	710	4650	49.3%
按IRR贴现的现值	−4700	−190	−4899	6470	521	471	426	386	349	316	285	259	101	203	0	
口径2：自有资金现金流(不受限)	0	0	−5600	3300	140	740	740	740	740	740	740	740	320	710	4050	73.0%
按IRR贴现的现值	0	0	−4552	2347	87	399	348	304	265	231	201	176	66	128	0	
口径3：全投资现金流(受限制)	−4700	−200	−5700	5600	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	940	710	4650	36.8%
按IRR贴现的现值	−4700	−192	−5063	4609	760	703	649	602	556	514	475	440	382	267	0	
口径4：自有资金现金流(受限制)	0	0	−5600	600	400	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	940	710	4050	44.8%
按IRR贴现的现值	0	0	−4868	477	289	659	600	548	499	455	414	379	324	223	0	

当然，上述情形只是理想状况，开发商可以自由调配项目公司的现金，在2010年5月之前，确实是这样的。但是2010年5月之后，政府要求地产开发项目预收款必须提取一定比例存放于特定监管账户，用于支付后期工程款，避免项目烂尾，保护购房者利益。开发商财报中的“受限制现金”就是指存放于各个项目监管账户中，不能随意挪用的现金。具体执行中，各个城市地方政府要求有所不同。以常州市为例，先是要求提取项目备案均价的40%存入监管账户，然后按照“正负零”“主体结构二分之一”“主体结构封顶”“外立面装饰完成”“室内装修完成”“交付备案”等几个节点，逐步降低存放比例至零。后来由于常州房价上涨，再按40%提取就显得有些高了，遂于2017年下调至30%，但毛坯房不得低于4000元／平方米，精装修房不得低于6000元／平方米。

A项目中，我们不妨按40%的标准提取受限制现金，这样计算出表12.4中的口径3和口径4，全投资内部收益率和自有资金内部收益率分别降到36.8%和44.8%，看起来也很不错。现实中，据阳光城地产吴建斌在2018年的一次演讲中称，地产公司自有资金年化收益率平均可以达到50%。2017年碧桂园老板杨国强曾称，执行同心共享计划以来，碧桂园项目的自有资金年化收益率超过70%。现在，你能理解房地产行业中为什么涌现出那么多白手起家的富豪了吗？

小结一下，从表12.4中我们看到以下现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 现象6：在项目公司现金自由进出的情况下，A项目的全投资内部收益率为49.3%，自有资金内部收益率为73.0%。
- 现象7：在项目预收款一定比例受到监管的情况下，A项目的全投资内部收益率为36.8%，自有资金内部收益率为44.8%。

我们由此领悟到以下几点。

- 领悟8：一个毛利和净利润水平正常的房地产开发项目，项目的全投资内部收益率是相当高的，远高于外部融资成本。因此，开发商使用外部融资来加杠杆往往是很划算的，可以显著提高开发商自有资金的内部收益率。在A项目中，我们假设外部信托融资利率是12%，这个利率对其他行业可能相当高，但对房地产行业来说仍然是“便宜的钱”，现实中发生违约的概率极低。通常，12%的利率最终投资者拿9%，另外3%被信托公司和银行代销渠道瓜分。

接下来，我们再测算一下，A项目各收益率指标对不同融资规模的敏感度。我们假设融资利率保持12%不变，融资规模从2000万元到8000万元不等，那么，项目毛利率、净利率、受限制的全投资内部收益率和自有资金内部收益率会怎样变化？

从表12.5的数据中，我们总结出以下几点。

- 领悟9：对于一个在1年内能开盘的房地产项目，由于项目开发周期为3年，而外部融资只需1年，占项目销售额（3亿元）的比例也不高，因此融资利息对项目毛利率、净利率的影响其实并不大。
- 领悟10：在融资利率远低于项目全投资内部收益率时，使用外部融资越多，自有资金的内部收益率越高。

表12.5　信托利率为12%时，A项目收益率对融资额度的灵敏度分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

信托借款金额/万元	2000	3500	4000	5000	6000	7000	8000
毛利率	29.2%	28.8%	28.4%	28.0%	27.6%	27.2%	26.8%
净利率	14.4%	14.1%	13.8%	13.5%	13.2%	12.9%	12.6%
全投资内部收益率(受限制)	36.3%	36.5%	36.6%	36.8%	36.9%	37.1%	37.3%
自有资金内部收益率(受限制)	38.8%	40.6%	42.7%	44.8%	45.6%	49.8%	58.2%

（四）呆会计：这家公司好危险

前面两节，我们站在地产开发企业老板的角度，紧密结合业务实际来分析数据，发现A项目是个挺不错的项目。但是，现实中，地产呆会计很可能认为这家只有一个项目的小型地产开发商很危险，这是为什么呢？因为他们“盲人摸象”，在不了解业务的情况下，只看到了财务报表的局部或片段。

我们假设有一名呆会计基金经理于2016年4月看到了这家小型地产公司新出炉的2016年1季度财务报表（见表12.6、表12.7、表12.8）。

表12.6　A项目2016年1季度资产负债表　　万元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目	2015年末	2016年1季度末
资产		
现金	6100	400
发展中物业	10 150	11 300
预付所得税	0	0
资产小计：	16 250	11 700
负债		
借债——信托	5000	5000
应计利息	150	300
应付土地款	4500	0
应付供应商账款	1000	1000
预收客户款	0	0
负债小计：	10 650	6300
权益		
股本	6000	6000
保留盈余	-400	-600
股东权益小计	5600	5400
负债及权益合计：	16 250	11 700
有息负债额(本息)	5150	5300
净有息负债额	-950	4900
净负债率	-17%	91%
资产负债率	66%	54%

表12.7　A项目2016年1季度现金流量表 万元

项目	2015年全年	2016年1季度
经营流入：合同销售回款	0	0
经营流出：购买土地支出	-4500	-4500
建安成本	0	-1000
例行销售及管理费用	-200	-200
例外销售及管理费用	-200	0
所得税	0	0
净经营现金流	-4900	-5700
融资借入：信托本金	5000	0
融资偿还：信托本金	0	0
借款利息	0	0
净融资现金流	5000	0
账面现金余额	6100	400

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表12.8 A项目2016年1季度损益表 万元

项目	2015年全年	2016年1季度
营业收入	0	0
减：土地成本	0	0
建安成本	0	0
资本化利息	0	0
销售毛利	0	0
减：销售和管理费用	-400	-200
税前利润	-400	-200
减：所得税	0	0
净利润	-400	-200

这名基金经理看到：这家公司连收入都没有，始终亏损，净经营现金流负得一塌糊涂；2016年1季度末，账面现金仅有400万元，有息负债额高达5300万元！他听说地产开发商的报表，直接看资产负债率不太科学，业内流行看净负债率，于是打开手机上的计算器开始计算：有息负债5300万元，减去账面现金400万元，得到净有息负债4900万元，除以净资产5400万元，等于……91%！哇！好高！听说地产商净负债率70%就是红线了，那些经营稳健的开发商都在40%以下。据此得出结论：这家公司快破产了，很可能下个季度现金流就断裂了，不但没有投资价值，连投机价值都没有。不过，令这位呆会计略感意外的是，随后一年多并未听到这家小地产公司的“死讯”，连任何债务违约都没有发生。

转眼到了2018年8月，一位呆会计财经自媒体作者无意中看到这家小型地产公司最新发布的半年报（见表12.9、表12.10、表12.11）。

表12.9 A项目2018年半年度资产负债表 万元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目	2017年全年	2018年6月底
资产		
现金	7540	9020
发展中物业	18 600	20 600
预付所得税	660	780
资产小计：	26 800	30 400
负债		
借债——信托	0	0
应计利息	0	0
应付土地款	0	0
应付供应商账款	1000	1000
预收客户款	22 000	26 000
负债小计：	23 000	27 000
权益		
股本	6000	6000
保留盈余	−2200	−2600
股东权益小计	3800	3400
负债及权益合计：	26 800	30 400
有息负债额(本息)	0	0
净有息负债额	−7540	−9020
净负债率	−198%	−265%
资产负债率	86%	89%

表12.10　A项目2018年半年度现金流量表　　万元

项目	2017年全年	2018年上半年
经营流入：合同销售回款	8000	4000
经营流出：购买土地支出	0	0
建安成本	−4000	−2000
例行销售及管理费用	−800	−400
例外销售及管理费用	0	0
所得税	−240	−120
净经营现金流	2960	1480
融资借入：信托本金	0	0
融资偿还：信托本金	0	0
借款利息	0	0
净融资现金流	0	0
账面现金余额	7540	9020

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表12.11　A项目2018年半年度损益表　　万元

项目	2017年末	2018年上半年
营业收入	0	0
减：土地成本	0	0
建安成本	0	0
资本化利息	0	0
销售毛利	0	0
减：销售和管理费用	-800	-400
税前利润	-800	-400
减：所得税	0	0
净利润	-800	-400

这名财经自媒体作者平日接触很多行业的企业，对房地产行业不是特别熟悉。他看到这家没有收入、连续亏损的房地产企业，资产负债率竟然高达89%，立即写了篇题为《小型房企连年亏损、债台高筑》的文章发表了出来，并以小见大，感叹房地产行业日子难熬。

（五）单项目公司损益表和资产负债表

各位读者应该已经明白，这些呆会计之所以得出错误的结论，是因为不理解房地产公司业务，断章取义地看报表。对只有一个项目的小房地产公司，正确的做法应该是把整个项目周期的报表放在一起理解。前面我们已经看过了项目周期内分季度和各年度的现金流量表，下面我们再一起看看分季度以及各年度的损益表和资产负债表，看看能观察到什么新现象、得到什么新领悟。在制作房地产企业损益表和资产负债表时，有几条特殊会计准则需要注意。

- 准则2：以往，房地产企业营业收入的确认时点是向业主交楼，而非签订销售合同，交楼后才能结转营业收入及销售成本。从2018年起，香港会计准则才做出了一定优化，允许全款购房的预售合同按照工程进度提前确认部分营业收入。本书暂不考虑会计准则的这一变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 准则3：房地产企业针对具体项目发生的借款利息，都可以资本化到销售成本中，而不必计入当期财务费用；不能归结到具体项目的利息成本，则必须计入当期财务费用。现实中，房地产上市公司能资本化的财务费用尽量资本化，有些开发商费用化利息比例较高，与小股操盘比重大有关。因为小股操盘项目不并表，相应财务费用自然也无法资本化到并表项目的销售成本中。
- 准则4：销售费用、管理费用一般不资本化。新准则后来允许开发商将一部分针对具体项目的销售费用资本化。
- 准则5：项目预售产生的回款在交楼结转收入前，一律计入负债项下的“预收客户款”科目，后来也称“合同负债”。

通过阅读A项目生命周期内完整的损益表（见表12.12、表12.13），我们可以发现以下现象，得到以下领悟。

表12.12 A项目分季度损益表 万元

项目	2015年3季度	2015年4季度	2016年1季度	2016年2季度	2016年3季度	2016年4季度	2017年1季度	2017年2季度	2017年3季度	2017年4季度	2018年1季度	2018年2季度	2018年3季度	2018年4季度	项目累计
事件	注册公司	开工	拿地尾款	开盘	还信托								竣工交楼预售结转	尾盘清盘	
营业收入													28 000	2000	30 000
减：土地成本													-8400	-600	-9000
建安成本													-11 200	-800	-12 000
资本化利息													-560	-40	-600
销售毛利													7840	560	8400
减：销售和管理费用	-200	-200	-200	-400	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-3000
税前利润	-200	-200	-200	-400	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	7640	360	5400
减：所得税	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1260	-90	-1350
净利润	-200	-200	-200	-400	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	-200	6380	270	4050

- 现象8：A项目在从2015年3季度到2018年2季度长达12个季度的时间里都没有营业收入和毛利，只有销售及管理费用和亏损。但2018年3季度交楼后，之前所有预售合同一下子都结转了收入，并随之按比例结转了大部分销售成本和毛利，只有一小部分尚未卖出的现楼留到2018年4季度售出后才结转。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 领悟11：单个房地产开发项目，由于开发周期长，在竣工交付前1~3年的时间里，都没有营业收入并且持续亏损，直到开始交楼的那个时点，一下子结转出大批的收入和利润。现实中，别墅的工期为一年到一年半，多层洋房的工期为一年半到两年，小高层的工期为两年到两年半，高层住宅的工期为两年半到三年，超高层写字楼的工期会更长。

- 领悟12：房地产项目的预售回款领先交楼结转营业收入一到两年，净现金流领先净利润一到两年。但项目的净现金流总额和净利润总额是相等的，因此，割裂地看房地产项目公司某个年度或季度的损益表是没有意义的。

表12.13　A项目各年度损益表　　万元

项目	2015年年报	2016年年报	2017年年报	2018年年报
营业收入	0	0	0	30 000
减：土地成本	0	0	0	-9000
建安成本	0	0	0	-12 000
资本化利息	0	0	0	-600
销售毛利	0	0	0	8400
减：销售和管理费用	-400	-1000	-800	-800
税前利润	-400	-1000	-800	7600
减：所得税	0	0	0	-1350
净利润	-400	-1000	-800	6250

再看表12.14，A项目全生命周期的分季度资产负债表，我们发现存在以下几个现象。

- 现象9：A项目的负债总额和资产负债率从项目启动开始快速攀升，在付清土地尾款后有所下降，随后又重新上升，并在交楼之前达到最高峰2.7亿元，但交楼之后立即急速下降到1000万元并在项目清盘后清零。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 现象10：除了始终存在的应付供应商款1000万元，在项目开盘前，负债主要由信托借款5000万元和应付土地款4500万元构成，而项目开盘后，预收客户款成为负债的主要构成部分并且占比越来越高，在交楼前达到2.6亿元。
- 现象11：从2015年3季度末起，项目的资产负债率就在60%以上，随后由于总负债不断攀升，所有者权益不断减少，项目的资产负债率也逐步攀升并在交楼前达到89%的峰值。

项目	2015年3季度末			2015年4季度末	2016年1季度末	20016年2季度末	2016年3季度末	2016年4季度末	2017年1季度末	2017年2季度末	2017年3季度末	2017年4季度末	2018年1季度末	2018年2季度末	2018年3季度末	2018年4季度末
事件	注册公司	发信托	拿地首付	开工	拿地尾款	开盘	还信托								竣工交楼预售结转	尾盘清盘
资产																
现金	6000	11 000	6300	6100	400	8700	3840	4580	5320	6060	6800	7540	8280	9020	9340	10 050
存货			9000	10 150	11 300	12 450	13 600	14 600	15 600	16 600	17 600	18 600	19 600	20 600	1440	0
预付所得税						300	360	420	480	540	600	660	720	780	0	0
资产小计：	6000	11 000	15 300	16 250	11700	21 450	17 800	19 600	21 400	23 200	25 000	26 800	28 600	30 400	10 780	10 050
负债																
借债—信托		5000	5000	5000	5000	5000	0									
应计利息				150	300	450	0									
应付土地款			4500	4500	0											
应付供应商账款				1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	0
预收客户款						10 000	12 000	14 000	16 000	18 000	20 000	22 000	24 000	26 000	0	0
负债小计：	0	5000	9500	10 650	6300	16 450	13 000	15 000	17 000	19 000	21 000	23 000	25 000	27000	1000	0
权益																
股本	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000	6000
保留盈余	0	0	-200	-400	-600	-1000	-1200	-1400	-1600	-1800	-2000	-2200	-2400	-2600	3780	4050
股东权益小计	6000	6000	5800	5600	5400	5000	4800	4600	4400	4200	4000	3800	3600	3400	9780	10 050
负债及权益合计：	6000	11 000	15 300	16 250	11 700	21 450	17 800	19 600	21 400	23 200	25 000	26 800	28 600	30 400	10 780	10 050
有息负债额(本息)	0	5000	5000	5150	5300	5450	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
净有息负债额	-6000	-6000	-1300	-950	4900	-3250	-3840	-4580	-5320	-6060	-6800	-7540	-8280	-9020	-9340	-10 050
净负债率			-22%	-17%	91%	-65%	-80%	-100%	-121%	-144%	-170%	-198%	-230%	-265%	-96%	
资产负债率	0%	45%	62%	66%	54%	77%	73%	77%	79%	82%	84%	86%	87%	89%	9%	0%

由此得到以下几点邻悟。

- 领悟13：在房地产开发项目的生命周期中，绝大部分时间都会保持较高的负债总额和资产负债率水平，并在交楼前达到峰值，交楼后就会骤降到很低水平。

在开发商的各项负债中，只有项目信托借款、银行开发贷款等是房地产项目的有息负债，而应付土地款、应付供应商款和预收客户款都属于无息负债。一般商业意义上来说，无息负债越多，表明开发商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

无偿占用上下游资金的能力越强，对供应商和客户的议价能力越强，是好事情。因此，业内人士在讨论开发商的负债水平时，往往并不看重总负债额和资产负债率，而是把无息负债视为良性负债，更看重有息负债总额和净负债率。

有息负债中，信托借款、银行开发贷款都是开发商以项目土地、在建工程和现房库存做抵押取得的借款，挂靠具体项目，只能为该项目所用。而房地产企业发行的无抵押信用债，包括企业债、公司债和优先票据等，所得款项企业可以自由支配，既可以用于偿还到期的债务，也可以补充运营资金，还可以作为自有资金投入具体的房地产开发项目中去。

在表12.14中净有息负债额和净负债率两行中，我们观察到以下现象。

- 现象12：项目的净有息负债额和净负债率绝大多数时间都是负的，即账面现金总是大于有息负债余额，但在2016年1季度，净有息负债额却高达4900万元，净有息负债率高达91%。

正如前面那位呆会计基金经理所听说的一样，香港投行普遍认为地产开发商保持40%以内的净负债率水平比较稳健，70%则为警戒线，之上就算高了。不过，结合A项目的业务实际，我们得出以下领悟。

- 领悟14：由于在支付土地尾款之后到项目开盘之前这段时间内，是项目公司资金最青黄不接的时候，账面现金余额处于最低水位，所以往往也是净有息负债额和净有息负债率处于峰值的时段。一旦开盘销售回款，净负债率就会骤然下降。进一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

步，一个房地产项目开盘越晚，净负债率维持高位的时间就越长。

到此为止，我们通过“解剖一只麻雀”，结合单个房地产项目公司的实际业务流程，发现了项目公司财务报表中的若干奇特现象，了解到一些房地产行业特定的会计准则和专业术语，并从中领悟出单个地产项目公司财务数据中都会表现出来的共性规律，这将是我们进一步深刻理解大型多项目房地产企业财务数据的基础。

上节中描绘的呆会计现象可能令部分读者不服气，因为现实中的投资者、分析师、财经记者极少会针对只有一个项目的非上市房地产公司发表意见，犯下那么明显的错误。他们往往针对大型多项目房地产上市公司展开评论，而大型多项目房地产公司的财务数据并不会像小型单项目房地产公司这样极端。试想，一家同时拥有几十甚至数百个控股项目的大型开发商，其合并报表就应该是所有项目公司报表的叠加，抵销内部关联交易，再加上总部发生的费用和其他损益。如果这家大型开发商的业务规模比较稳定，所有项目比较均匀地分处于不同的开发阶段，那合并报表的各项指标就会表现得相对平滑，每个季度都会有项目结算营业收入和毛利，净利润、净负债率、资产负债率等指标也都不会大起大落。

对于业务规模稳定的开发商，的确如此。而最近10年，在内地和香港上市的行业龙头地产商的常态不是规模稳定，而是时而以20%左右的复合增速平稳增长，时而又以50%左右的复合增速爆发增长。例如，万科2010年到2015年的合约销售额以21%的速度复合增长，但2015至2017年提速为42%；中国恒大的合约销售额在2008年到2011年期间曾以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

137%的复合增速狂飙，2011年到2013年则降为12%平稳发展，2013年到2017年又以49%的复合增长再次提速；碧桂园从2012年到2017年的权益销售额（全部流量销售额中归属上市公司股东的部分）复合增速高达52%；融创中国2013年到2015年权益销售额复合增速只有11%，但2015年至2017年则狂飙到148%；就连行业龙头中增长相对平缓的保利地产和中国海外发展，2009年到2017年，合约销售额的复合增速也分别达到28%和21%。正是在行业龙头的普遍性高增长中，呆会计们被财报的假象所惑，迷失了方向，多家投行分析师连续几年给海外对冲基金的策略建议是：做多某几家复合增速20%的开发商，同时做空某几家复合增速50%的开发商。其实单纯做多谁都是赚钱的，非要玩高大上的对冲，结果亏得那叫一个惨。

接下来，我们在单项目模型的基础上，再一起搭建一家多项目房地产公司的财务模型。为了看清不同业务增速对房地产企业财报数据的影响，我们假设有一家房地产开发商H（简称“房企H”），从一个项目起步，先后经历了高速翻倍增长、停止增长和清盘退出三个发展阶段。

第一阶段：高速翻倍增长阶段。第1年，3季度末上马一个A项目；第2年，3季度末同时新上马两个与A项目一模一样的新项目；第3年，3季度末新上马4个与A项目一模一样的新项目；第4年和第5年，3季度末分别新上马8个和16个一模一样的新项目，即在第1年只有1个项目的基础上，连续4年翻倍扩张。每个新项目的业务参数和经营现金流都与本章第3节里面的A项目完全相同，每个项目的生命周期都会跨越4个财政年度。

第二阶段：停止增长阶段。从第6年起至第9年，每年3季度末都新上马16个与A项目一模一样的新项目。

第三阶段：清盘退出阶段。从第10年以后，每年都不再上马任何新项目，到第12年把所有老项目做完后，于第13年初，公司清盘解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

散。

我们首先看一下这家多项目房企H为期13年的经营现金流量表是什么样子的。制表方法很简单，就是把总共95个项目的合同销售回款、购买土地支出、建安成本、销售及管理费用直接按相应年度叠加。例如，单个A项目4年生命周期内的合同销售回款依次为0亿元、1.4亿元、0.8亿元、0.8亿元，那多项目房企H第4年的合同销售总回款应该为：0×8+1.4×4+0.8×2+0.8×1=8.0亿元。只有实缴所得税一项比较复杂，需要根据损益表中的结转所得税做调整，这里省略过程，直接给出结果。

从表12.15中，我们清楚地看到以下几个现象。

- 现象13：随着新上马项目的翻倍增长，滞后半年多的合同销售回款也连续保持100%以上的超高增速；第7年和第8年虽然新上马项目个数停滞在16个，但因为老项目的惯性，合同销售回款仍然分别增长30%和15%，直到第9年才降为零增长并达到48亿元的峰值；在第10年停止上马新项目后，从第11年起，合同销售回款才快速下降，到第13年降为零。
- 现象14：购买土地支出前6年持续快速增长，第7年开始持平，第10年下降一半，第11年起降为零。
- 现象15：第1年到第5年的净经营现金流全部为负，而且一年比一年“恶化”，但第6年突然转正，并随后快速增长，于第10年达到峰值15.12亿元，随后几年快速下降归零。

结合新上马项目的数量变化进行分析，我们领悟到以下几点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 领悟15：在业务持续高速扩张期，房地产企业的净经营现金流缺口逐年扩大。一旦业务停止增长，净经营现金流会立即转正；一旦停止上马新项目，净经营现金流会立即井喷。
- 领悟16：在第2年到第5年，导致净经营现金流持续为负并逐年扩大的主要原因是购买土地支出过大。

上面两条“领悟”非常重要。呆会计一看到房地产企业的净经营现金流“逐年恶化”，就立即主观地认为这家地产企业的报表“很不健康”，认为企业“完全靠借更多的债来维持运营”，还经常说什么“净利润会骗人，净经营现金流不会骗人”。其实，这只是房地产企业持续高速扩张时的正常财务现象，“负现金流”都被用于超常规拿地即储备原材料了。而如果房企突然需要使净经营现金流转正，其实非常简单，保持新增拿地零增长就可以了。如果某一年房企暂停拿地，那净经营现金流会立即爆发。

为匹配上述经营现金流，房企H必须相应做好融资预算，以使总的现金流不断并保持一定的安全冗余。我们不妨假设以下限定条件：

- 房企H的老板初始投入资本金为6000万元；
- 每年末的账面现金余额不得低于当年合同销售额的30%；
- 每年末的账面净资产不能为负。
- 每笔债务融资都是1年期，利率统一为12%，每年3季度末到账，次年3季度末还本付息。

根据上述条件进行模拟，我们可以得出房企H的各年度融资现金流和年末账面现金余额，如表12.16所示。由于假设所有借款都是1年期，因此在不考虑利息的情况下，每年的新增借款和年底借款余额是相等的。第1年到第6年膨胀如此迅速的有息借款一定会把呆会计们吓得半死，“七口锅三个盖”会被他们用来形容房企H老板“卓越”的财技。此外，为了不使企业的账面净资产变负，出现“资不抵债”的骇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人景象，房企H在第3年和第5年进行了两次股权融资，分别融资6000万元补充资本金，下一节我们看资产负债表时会意识到这两次融资的必要性。

模型模拟至此，各位读者应该已经理解：对于持续高增长的房地产开发企业，即使每个项目都是好的、都有相当不错的内部收益率和净利润率，但由于“时间差”的影响，正常情况下自然就会出现净经营现金流缺口急剧扩大、有息债务融资规模成倍增加以及时不时配股融资的财务现象。而当企业把拿地增速降到零附近后的一两年内，一切都会“软着陆”。中国恒大就是现实中最典型的案例，2016年登顶行业冠军后，恒大主动降速，强调效益，2018年就实现了经营净现金流转正、有息负债绝对额下降。反过来看，一些常年销售规模平稳或小幅增长的房企，财务报表会相当漂亮，能充分迎合地产呆会计们的口味。

现实中有两种办法可以缓解持续高增长过程中的经营现金流缺口的压力，从而避免有息负债过快增长。第一种办法是在龙头地产商中颇为流行的合作开发模式，以万科、保利、融创为代表。大开发商并不需要支付现金把小开发商的土地买下，而是与小开发商成立合资公司，小开发商以项目土地和部分在建工程入股，大开发商负责后续建设、管理和销售。合作开发项目的股权比例差别很大，由于土地比较值钱，因此小开发商往往能在合资企业中占比较高的股份，30%~49%比较常见，超过50%的也不少，后者对于大开发商来说叫“小股操盘”，因为项目销售肯定要打大开发商的品牌。在计算销售额时，所有打着万科、保利、融创品牌销售的项目的全部销售额都会记在万科、保利、融创的名下，第三方机构克尔瑞在制作行业销售排行榜时，将这种统计口径称为“流量销售”，相对应的口径叫“权益销售”，是指按项目股权占比分配的销售额。比如，万科某合作项目股权占比51%，项目流量销售10亿元，权益销售就是5.1亿元。近些年，万科、保利、融创以及后来的碧桂园，总的权益销售占流量销售的比例大约是70%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

即每1000亿元流量销售中，有700亿元权益销售。由于合作开发项目一般不需要支付土地款，将极大地节省经营现金流支出，又由于收购已开工的项目离开盘时点更近，会更快地产生经营现金流入，所以使得这些大开发商在业务快速增长的同时，有效地降低了净经营现金流缺口和有息债务融资需求，当然，代价是多分些利润给小开发商，成本往往显著高于借款利息。行业龙头中，恒大、中海的权益销售占比大约为95%，是因为恒大通常直接收购小开发商项目，买断股份，而中海相对不大热衷于收购项目。

项目	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	第9年	第10年	第11年	第12年	第13年	合计
新项目倍速	0	100%	100%	100%	100%	0%	0%	0%	0%					0
新上马项目个数	1	2	4	8	16	16	16	16	16	0	0	0	0	95
竣工项目个数	0	0	0	1	2	4	8	16	16	16	16	16	0	95
经营流入：合同销售回款	–	140	360	800	1600	3200	4160	4800	4800	4800	2560	1280	–	28 500
同比增长			157%	122%	100%	100%	30%	15%	0%	0%	−47%	−50%		
经营流出：购买土地支出	−45	−135	−270	−540	−1080	−1440	−1440	−1440	−1440	−720	–	–	–	−8550
建安成本	–	−40	−120	−280	−560	−1120	−1600	−1920	−1920	−1920	−1280	−640	–	−11 400
销售及管理费用	−4	−18	−44	−96	−192	−320	−416	−480	−480	−416	−256	−128	–	−2850
所得税	–	−4	−11	−29	−54	−107	−142	−201	−213	−232	−149	−110	–	−1253
净经营现金流	−49	−57	−85	−145	−286	213	562	759	747	1512	875	402	–	4447

项目	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	第9年	第10年	第11年	第12年	第13年	合计
新上马项目个数	1	2	4	8	16	16	16	16	16	0	0	0	0	95
净经营现金流	−49	−57	−85	−145	−286	213	562	759	747	1512	875	402	–	−5737
增发普通股融资	60	–	60	–	60	–	–	–	–	–	–	–	–	180
新增借款	50	94	196	497	1022	1412	1308	898	259	–	–	–	–	5737
偿还借款	–	−50	−94	−196	−497	−1022	−1412	−1308	−898	−259	–	–	–	−5737
偿还借款利息	–	−6	−11	−24	−60	−123	−169	−157	−108	−31	–	–	–	−688
净融资现金流	110	38	151	277	526	267	−274	−567	−747	−290	–	–	–	−508
账面现金余额	61	42	108	240	480	960	1248	1440	1440	2662	3537	3939	3939	

第二种办法就是快周转，快到拿地6个月之内项目就开盘了。这就需要放弃或者尽量少做发达一二线城市的项目，因为这些城市的预售证发放条件严格，没有1年以上根本开不了盘。将快周转做到极致的就是碧桂园，到2018年，碧桂园仍然以三四线城市为主，甚至下沉到五线城市。至于发达一二线城市的项目，开盘晚无法避免，要想加快周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

转速度，就只能开盘后尽快售罄，这在供不应求的一二线城市，还是可以做到的，万科要求项目开盘首月去化率达70%。

我们再来看看多项目房企H为期13年的损益表和资产负债表，在企业发展的不同阶段会表现出什么特征。首先看损益表，制表方法并不难，对于营业收入、土地成本、建安成本、资本化利息、销售及管理费用都只要把95个项目所有据直接按相应年度叠加即可，所得税直接取税前利润的25%。只有财务费用需要单独调整，并要计算当年发生的利息总额中有多少不能资本化，稍微复杂，这里直接给出结果。

从表12.17中，我们观察到以下几个现象。

- 现象16：直到第4年才有营业收入和销售毛利，连续翻倍增长4年后于第8年达到稳定的峰值，并于第13年降为零。
- 现象17：销售和管理费用从第1年就开始产生并从第2年起高速增长，并于第8年达到峰值，第10年后随着新上马项目的消失而下降。
- 现象18：前6年连续净利润为负，直到第7年才转正并一举弥补了之前6年的亏损，第8年净利润爆发增长258%，此后连续4年以11%的复合增速稳定增长，第13年清零。

结合新上马项目个数和合同销售回款分析，我们可以领悟到以下几点。

- 领悟17：开发商的营业收入和毛利可以提前一到两年锁定。例如，开发商2018年交楼产生的营业收入，由于预售制度的关系，绝大部分对应的都是2016年和2017年的预售合同，只有少部分是2018年才销售的现楼和准现楼。一般来说，开发商所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目平均开盘越早、去化越快，预售与交楼之间的时间差就越大，营收提前锁定的时间就越长；开盘越晚，去化越慢，预售与交楼之间的时间差就越小，营收提前锁定的时间就越短。

项目	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	第9年	第10年	第11年	第12年	第13年	合计
新上马项目个数	1	2	4	8	16	16	16	16	16	0	0	0	0	95
经营流入：合同销售回款	–	140	360	800	1600	3200	4160	4800	4800	4800	2560	1280	–	3759
营业收入	–	–	–	300	600	1200	2400	4800	4800	4800	4800	4800	–	28 500
减：土地成本	–	–	–	−90	−180	−360	−720	−1440	−1440	−1440	−1440	−1440	–	−8550
建安成本	–	–	–	−120	−240	−480	−960	−1920	−1920	−1920	−1920	−1920	–	−11 400
资本化利息	–	–	–	−6	−12	−24	−48	−96	−96	−96	−96	−96	–	−570
销售毛利	–	–	–	84	168	336	672	1344	1344	1344	1344	1344	–	7980
减：销售和管理费用	−4	−18	−44	−96	−192	−320	−416	−480	−480	−416	−256	−128	–	−2850
减：财务费用	–	–	1	0	−12	−27	−73	−61	−12	65	–	–	–	−118
税前利润	−4	−18	−43	−12	−36	−11	183	803	852	993	1088	1 216	–	5012
减：所得税	–	–	–	–	–	–	−15	−201	−213	−248	−272	−304	–	−1253
净利润	−4	−18	−43	−12	−36	−11	168	602	639	745	816	912	–	3759

- 领悟18：开发商的销售成本可以提前两年半到三年锁定。销售成本主要包括土地成本、建筑和安装成本、资本化利息。由于高层住宅工期为两年半到三年，因此2018年结算营收的项目，绝大多数是2016年上半年、2015年甚至2014年以前拿的地；而建安成本一般波动不大，资本化利息则可以大概预估。
- 领悟19：房企损益表中的营业收入与销售成本之间是相互匹配的，因此销售毛利额和毛利率都是比较真实可用的，虽然都滞后于合同销售额和经营现金流一到两年。
- 领悟20：房企损益表中的销售毛利与销售及管理费用是“错位”的，导致净利润被长期扭曲。这是因为从业务逻辑上理解，今年的销售费用和管理费用支持的是今年的合同销售，但今年的合同销售绝大部分要明后年才能结转为报表营业收入，而房地产会计准则要求今年发生的销售费用和管理费用必须在今年的损益表中扣减。这就导致在房地产企业高速发展时期，损益表上一直在用较低的营业收入和销售毛利匹配较高的销售费用和管理费用，导致税前利润、净利润、净利率被扭曲、压

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

低；反之，在房企收缩规模的时期，较高的营收和毛利匹配较低的销售和管理费用，税前利润和净利润则会被放大、美化；只有在房企销售平稳的时期，阴差阳错，税前利润和净利润才会表现出比较真实的水平。

接下来我们再来研究多项目房企H为期13年的资产负债表的财务特征。制作资产负债表时，存货、应付土地款、应付供应商账款、预收客户款都可以把95个A项目的相应数据按发生的业务年度简单叠加；“借债——信托”等于上年末余额加现金流量表中的本年度新借，减本年度偿还；“预付所得税”等于上年末余额减本年度现金流量表中所得税支出，加本年度损益表中的“所得税”；“现金”等于上年末的现金余额加上当年的净经营现金流量和净融资现金流量。

“应计利息”等于本年末信托借款余额乘以其对应的计息时间（1/4年），再乘以年利率12%。

从表12.18中，我们观察到以下几个现象。

- 现象19：房企H的总资产和总负债在前5年以复合100%以上的速度增长，即便在第6年企业业务停止增长后，总资产和总负债也保持惯性增长，并在第8年和第7年相继达到峰值，之后快速下降。
- 现象20：在总负债中，预收客户款占比越来越高，在房企H停止上马新项目后，甚至占到95%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	第9年	第10年	第11年	第12年	第13年
新上马项目个数	1	2	4	8	16	16	16	16	16	0	0	0	0
经营流入：合同销售额	–	140	360	800	1600	3200	4160	4800	4800	4800	2560	1280	–
净利润	−4	−18	−43	−12	−36	−11	168	602	639	745	816	912	–
资产													
现金	61	42	108	240	480	960	1248	1440	1440	2662	3537	3939	3939
存货	102	349	884	1768	3536	5448	6936	6936	6936	5312	2976	–	–
预付所得税	–	4	15	44	98	205	333	333	333	317	194	–	–
资产小计：	163	395	1007	2052	4114	6613	8517	8709	8709	8 291	6707	3939	3939
负债													
借债—信托	50	94	196	497	1022	1412	1308	898	259	–	–	–	–
应计利息	2	3	6	12	24	24	24	24	24	–	–	–	–
应付土地款	45	90	180	360	720	720	720	720	720	–	–	–	–
应付供应商账款	10	30	70	140	280	400	480	480	480	320	160	0	0
预收客户款	0	140	500	1000	2000	4000	5760	5760	5760	5760	3520	0	0
负债小计：	107	357	952	2009	4046	6556	8292	7882	7243	6080	3680	–	–
权益													
股本	60	60	120	120	180	180	180	180	180	180	180	180	180
保留盈余	−4	−22	−65	−77	−112	−123	45	647	1286	2031	2847	3759	3759
股东权益小计	56	38	55	43	68	57	225	827	1466	2211	3027	3939	3939
负债及权益合计：	163	395	1007	2052	4 114	6613	8517	8709	8709	8291	6707	3939	3939
净有息负债率	−17%	145%	173%	623%	839%	838%	38%	−63%	−79%	−120%	−117%		
资产负债率	66%	90%	95%	98%	98%	99%	97%	91%	83%	73%	55%	0%	0%

- 现象21：由于连续亏损，股东权益即账面净资产在前6年都维持低位，若不是本节前面提到的房企H在第3年和第5年进行了增资扩股，很可能已经出现账面资不抵债的现象。但从第7年起，随着利润的爆发，股东权益也随之井喷。
- 现象22：房企H业务连续翻倍增长的第2至5年，净负债率迅速攀升并在第5年末达到惊人的839%，数倍超过70%红线。第6年虽然业务已经停止增长，但净负债率仍然维持高位，有息负债额攀升到“惊人”的14.12亿元，超过当年12亿元的营业收入。直到第7年，净负债率才快速下降到“健康”水平。净负债率之所以会下降如此迅猛，与本模型未考虑现金分红有关。
- 现象23：房企H的总资产负债率从第2年至第8年始终维持90%以上的高位，峰值甚至达到99%，业务突然停止后才降到80%以下。

我们再结合业务增速分析上述现象，可以领悟到以下几点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 领悟21：由于房地产项目预售后平均延迟一到两年交付的特点，房企资产负债表的负债中往往滚动着一到两年的客户预收款；由于议价能力强的开发商总能占供应商数月货款，负债中也始终滚动着相对于数月建安成本的应付供应商款。因此，经验表明，业务保持正增长的房地产开发企业，资产负债率很难低于60%。如果房企资产负债率下降到很低水平，往往说明业务规模收缩了，准备转型其他行业了。
- 领悟22：当房企业务规模处于连续高增长时，只要拿地时优先采用债务融资而非股权合作，即便每个项目都盈利可观、内部收益率都很高，有息负债总额也必然急剧膨胀。同时，由于净利润被扭曲压低甚至为负，造成股东权益增长缓慢。分子高增长、分母不增长，必然导致净负债率持续“高烧”，这是正常现象。反之，净负债率很低的房企，要么业务成长性不足，要么以股权合作拿地为主，出让了比借债利息更高的利润给合作股东。
- 领悟23：房企H因为持续翻倍地扩充土地储备，导致有息负债额急剧膨胀，最高时达到14.12亿元，超过当年的营业收入，但这其实一点都不可怕。从第7年起，只要拿地不再超过消耗，每年的净经营现金流入都是六七亿元，14亿元的有息负债，两三年就能还清。

一般来说，批评房企资产负债率高的是业余地产呆会计，批评房企净负债率高的是专业地产呆会计。仅凭净负债率高于70%，并不能诊断一家房企的发展是否健康，还必须要结合现金流、毛利率、举债的用途、土地储备成本、周转速度、再融资能力、行业周期阶段等因素综合分析。如果一家房企旗下每个项目都很健康，拿地成本低，有较大的利润空间，能抵御行业不景气时的房价下降，即便合并报表的净负债率在一段时间内很高，也并不能说明这家企业很危险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十三章　你是地产股呆会计吗（下）

一、房企被严重低估的存货资产

（一）价值被低估的土地储备

土地储备，是地产股投资者必须了解的概念，开发商通常都会在年报、半年报中更新土地储备数据。通常，开发商所使用的土地储备口径是已经拿到土地证的土地“存货”所对应的建筑面积，而存货包含已竣工未出售的“成品”库存、在建的“半成品”库存和尚未开工的“原材料”库存。其中，由于我国商品房销售采用预售制，在建的半成品库存中，包括一部分已经卖出尚未交付结算收入的库存，简称“已售未结”。成品库存中不存在“已售未结”，因为现房一旦出售，就可以交楼结算收入了。

对于房地产开发商来说，理论上最优的策略是在行业周期低谷只低价拿地不卖楼，在行业周期高峰只高价卖楼不拿地，但现实中难以做到。比较容易的做法是，在行业周期低谷时相对多拿地少卖楼，囤积土地储备，在行业周期高峰时相对多卖楼少拿地，消耗土地储备。但对于大型上市房企来说，即便如此也不容易做到，因为一旦错判周期，土地储备不足，就可能陷入可售货源不足、销售额和市场份额下降的窘境。比较理想的状况是，在手土地储备足够保持企业未来4~5年销售规模不降，5~6年交楼结算规模不降。只有这样，才能从容做到在地价较贵时不急着出手和其他开发商抢地，耐心等待合适的时机再大量补充土地储备。比如，2018年中国恒大的销售面积是5243万平方米，年末确权土地储备总规模3.03亿平方米，就是比较理想的比例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本节主要想讲的是，房地产开发商的资产负债表上，土地储备的价值往往被严重地低估了。这种低估可以分为两部分：一部分是已售未结的土地储备的价值低估，另一部分是尚未销售的土地储备的价值低估。

从上一章的简化模型分析中，我们已经充分认识到：由于商品房开发建设周期跨越多个财年，加上我国普遍实行的商品房预售制度，以及房地产行业传统会计准则规定必须在商品房交付时才能确认收入，使得商品房从预售到交楼，从收到现金到确认收入，平均有1~2年的时间差。这就意味着，已经出售的在建商品房，明明购房款已经连本带利装到开发商的口袋里，仍然只能以实际发生的成本体现在存货资产中，而不能及时确认利润。利润的延迟确认，导致了已售未结存货价值和净资产被低估，而客户预收款被当作负债又导致了总负债的高估。

然而，对于土地储备丰厚的开发商来说，已售未结导致的存货资产价值低估，可能远远比不上未出售土地储备的价值低估，因为这些土地储备的升值完全没有反映在资产负债表中。在中国过去二三十年的现实中，土地的价值是长期震荡上涨的，几年前拿的土地，如果还没开发完，几年后往往已经显著升值了。但是，地产行业会计准则遵从谨慎原则，对房企手中可供销售但尚未出售的存货，包括土地、在建工程和现房库存，一律不考虑升值，如有贬值倒还有可能计提存货跌价准备。

举例来说，房企M几年前买了一大块地D1，楼面价1000元／平方米，滚动开发，至今已卖出一半，还剩一半。近期又在旁边新竞拍得一块地D2，楼面价已经涨到3000元／平方米，两块地的价值如何在资产负债表中体现呢？D2就是按3000元／平方米的买入价入账，而D1，虽然市场价已经比买入价涨了两倍，但仍然只能按几年前买入时的成本价入账，即1000元／平方米。假设1年后，房价地价都大跌，另一家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

房企J在旁边新拍下一块地D3，楼面价降到1500元/平方米，那房企M的两块地的存货估值怎么处理呢？D1不变，还是1000元/平方米，但D2则有可能要计提存货跌价准备。如果D2地块现在建成成品房所需的总成本是6000元/平方米，而新房市场价只有5500元/平方米，就应计提500元/平方米的存货跌价准备。近几年，万科就曾多次在年报中计提过个别项目的存货跌价准备。

综上所述，我们发现房地产开发商的资产清单中，存货即土地储备的价值很可能被大幅低估了，这同时意味着这些房企的净资产也被严重低估。现实中，这种低估对房地产企业的财务指标影响有多大呢？我们看一看中国恒大的实例。

（二）中国恒大被低估的净资产

在2016年8月底的中期业绩发布会上，夏海钧博士披露："截至2016年6月30日，总土地储备面积1.86亿平方米；土地原值2595.1亿元，世邦魏理仕（第三方资产评估机构）根据目前市场价进行评估的总价值为5700.1亿元，增值3105亿元，平均增值率119.6%。"夏博士补充说明，增值的3105亿元，因为要扣除大约50%的土地增值税和余下部分大约25%的企业所得税，最终大概能对应1164亿元的净利润。另外，截至2016年6月底，中国恒大大约有2300亿元已售未结销售额，毛估估隐含着250亿~300亿元净利润，我们假设这部分净利润已经包含在上述1164亿元之中。可以看出，对于中国恒大这样土地储备丰厚的开发商来说，对未售部分土地储备升值的低估显著大于对已售未结部分的低估。

截至2016年6月底，在把永续债当债的口径下，中国恒大合并报表的账面净资产只有660亿元，净负债率高达431.9%。但如果能够把上述土地储备被低估的1164亿元加到净资产上，将使中国恒大的账面净资产高达1824亿元，意味着净负债率就会降为156.3%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到2018年6月30日为止，中国恒大总土地储备增加到3.05亿平方米，土地储备原值5130亿元，世邦魏理仕给出的评估值为9750亿元，土地储备升值进一步扩大到4620亿元，平均升值率90%。账面的净资产负债率是127.3%，如果能够把土地储备升值对应的税后净利润加到账面净资产中，将使账面净资产从3245亿元上升到4978亿元，净负债率则会下降到83.0%。

有人说，会计准则就是如此，对所有地产企业都是公平的，不应该提前确认这些利润，也不应该提前增加相应的净资产。没错，我并无意推动修改会计准则，只是想使自己和其他投资者更加清楚地认识到房地产开发企业隐藏在报表之外的内在价值，避免脱离实际，犯呆会计的错误。现实情况是：那些已售未结存货的收入和利润已经实实在在地装进了开发商的口袋；那些按市场价评估升值了的土地储备，确实可以卖出一些变现。

例如，2016年11月28日，中国恒大控股的A股上市公司嘉凯城，旗下的青岛项目公司按市场价出售了一个项目给融创中国。这是一个单项目公司，出售前账面净资产仅8.8亿元，账面总负债高达65.5亿元，资产负债率高达88%，如果被呆会计看见很可能杞人忧天。事实上，由于项目土地按成本价入账，导致账面净资产被严重低估。最终，融创中国以36.6亿元现金的代价买下了这个项目公司，同时带走了65.5亿元的负债，也就是说，项目升值了27.8亿元。假如这个项目公司的土地能以市值入账，而非买入成本，出售前的资产负债表无疑会看起来健康许多。不管怎样，由于这笔交易举足轻重，出售青岛项目公司后，母公司嘉凯城的资产负债表顿时大为改观，前后对比如表13.1所示。

表13.1　嘉凯城出售青岛项目前后的对比　　亿元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目	2016年三季报(出售项目前)	2016年年报(出售项目后)
总资产	351	356
其中：现金	19	21
总负债	332	316
其中：有息负债	133	105
总权益	19	40
其中：归母权益	7	31
资产负债率	94.6%	88.8%
净负债率	600%	210%

（三）输入的是垃圾，输出的也是垃圾

一位雪球大V、私募基金经理雄鹰理财（化名）曾于2017年1月初发帖写道：“中国恒大的普通股权益值多少钱？本质上对于这样一个账面资产高达1万亿元，普通股对应净资产只有500亿元，负债率高达93%（算上188亿元的少数股东权益）的公司来说，是无法对其普通股权益进行合理估值的。资产层面的细微波动就会给普通股权益带来巨大的变动，这和自己有5元钱的人借95元钱炒股，5元钱本金的波动是一样的……就现状来看，我认为300亿~700亿元的估值都是可以的，不存在高估低估，因为这个公司的大多数价值都在债权人手上，最后留给普通股所有者的是一点点少得可怜、可有可无、极不稳定的东西。”

2017年3月底，中国恒大的2016年年报刚一公布，知名“消息人士”巨石哥（化名）就曾评论道：“恒大2016年年报总资产1.35万亿元，负债率为85.7%，再扣除1200亿元永续债，自己只有800亿元。借了1.27万亿元做生意，核心业务利润208亿元，相当于负债的1.6%。余额宝当前收益是3.83%。论融资，只服许教授。”雪球大V很健谈（化名）就此补充道：“这个算法有点问题，2016年恒大的息税前利润为482亿元，总资产1.35万亿元，资产收益率3.57%，和余额宝差不多嘛。总资产1.35万亿元，负债总额1.16万亿元，永续债1130亿元，净

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资产800亿元，实际负债率94%。人有多大胆，地有多大产。论胆量，不得不服。”

显然，这几位大V忽略了中国恒大土地储备已经大幅升值而资产负债表上仍然以原值入账的事实，或者不清楚土地储备大幅升值意味着什么，想当然地认为只要地价、房价轻微下跌，恒大就变成负资产了，嘲笑恒大的生意收益还不如余额宝。实际上，对于已经平均升值90%的土地储备来说，即便地价大跌30%，仍然比恒大的平均买入地价高出33%，恒大的账面净资产还是被低估的。打一个不十分恰当的比方，这就好比你于2008年楼市低迷时在深圳买了套总价100万元的房，首付两成20万元，按揭负债80万元。到了2018年，这套房市值600万元了，但你按照保守的会计准则，在个人资产负债表上还是以100万元的成本价入账，不考虑升值浮盈。假设过去10年还掉了20万元按揭本金，还欠银行60万元，这样账面净资产上升到了40万元。这时，一个呆会计朋友来做客，无意中看到了你的账本，很担忧地对你说：“兄弟，你才只有40万元净资产，万一房价（600万元）下跌10%，你就负资产了呀。”

输入的是垃圾，输出的也是垃圾。由于呆会计们使用的地产商净利润、存货价值、账面净资产等数据通常是扭曲、低估的，因此基于这些原始数据计算出来的资产负债率、净负债率、市净率、净资产收益率等财务指标，也都没有什么参考价值，依据这些指标进一步推导出来的各种评级、评论、预言，其实更是误人误己。

二、土地增值税对利润的影响

本节我们讨论房地产企业的净利润对房价变化的敏感度。是否真像呆会计们所想象的那样，那些净利率只有10%的开发商，一旦房价下跌超过10%，就变成亏损了。为此，我们必须先了解土地增值税。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（一）累进土地增值税

累进土地增值税，与我们熟悉的累进个人所得税有相似之处。当前中国的土地增值税实行四级超额累进税率，对土地增值率高的多征，对增值率低的少征，无增值的不征。具体来说：对于增值率未超过50%的部分，税率为30%；对于增值率大于50%未超过100%的部分，累进税率为40%；对于增值率大于100%未超过200%的部分，累进税率为50%；对于增值率超过200%的部分，则要按60%的税率征税。特别需要说明的是，如果项目整体增值率不到20%，免征土地增值税。

增值率＝增值额／扣除项目

增值额＝营业收入－扣除项目

扣除项目＝土地成本＋建安成本＋项目融资利息＋相关税金＋当地政府规定的抵扣额＋税法规定的抵扣额＋财政部规定的其他扣除项目

其中，相关税金指增值税、城市维护建设税及教育费附加等，不包括企业所得税，当地政府规定的抵扣额通常为土地成本与建安成本之和的5%，而税法规定的抵扣额为土地成本与建安成本之和的20%。我们按照上面的公式，计算一下第十二章中讨论过的A项目，应该缴纳多少土地增值税。

我们已知：A项目营业收入3亿元，土地成本0.9亿元，建安成本1.2亿元，资本化利息600万元，相关税金为零。

扣除项目=0.9+1.2+0.06+0+（0.9+1.2）×5%+（0.9+1.2）×20%=2.685（亿元）

增值额=3-2.685=0.315（亿元）

增值率=0.315/2.685=11.7%

由于增值率不足20%，A项目免征土地增值税。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

注意，理论上，项目增值率为19.9%时可以免征土地增值税，如果达到或超过20.0%却要缴纳增值部分的30%，20%是一个临界点。实务中，房企会根据这一临界点进行税务筹划，避免因为多卖了几万元营收而多缴几百万元土地增值税。此外，土地增值税在实际征收时，房企先预缴合同销售金额的1%，待项目接近完成时进行清算，多退少补。分期开发的大项目，每期单独清算。

为便于读者对土地增值税占营收的比例有个概念，我在这里分享几个经验数据。2018年上半年，中国恒大的销售毛利率达到36.2%，拨备的土地增值税占营收的6.0%；2017年，万科的毛利率是31.6%，拨备的土地增值税是5.6%；2017年，碧桂园的毛利率是25.9%，拨备的土地增值税是3.5%；2016年，碧桂园的毛利率是21.1%，拨备的土地增值税是2.0%。中国恒大CFO曾在业绩发布会上回答我的相关问题时介绍说：恒大拨备的土地增值税往往比清算实缴高出1个百分点左右。

（二）房价大涨谁最受益

说到这里，对数字敏感的读者立即会想到：开发商买下一块土地，如果因为分期开发或者其他原因导致大幅升值，升值所产生的超额利润并不会都落入开发商的口袋，而是有相当大一部分被地方政府以土地增值税的形式拿走，升值越多，拿走的比例越高，当然开发商获得的净利润绝对额也会越高。这与现实生活中我们缴纳个人收入所得税时遇到的情况是相似的。究竟土地升值部分在开发商和政府之间会如何分配呢，让我们继续看A项目。

假设A项目其他条件都不变，只因为市场活跃、房价上涨，总计取得了4亿元的营业收入，见表13.2的情形2。如果没有土地增值税，只有企业所得税，那多卖出的1亿元应该政府分2500万元，企业得税后净利润7500万元。但当存在土地增值税时，情况就不是这样了。项目增值额将变为1.315亿元，增值率为49.0%，企业将按30%税率纳税，即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1.315×30%=0.3945（亿元）。即A项目多卖出的1亿元，政府先征走3945万元土地增值税，企业增加的6055万元税前利润，还要再多缴纳25%的企业所得税，即1514万元。政府两税合计多分5459万元，占比54.6%；企业只多得4541万元净利润，占比45.4%。

表13.2 房价变化对A项目净利润的影响

项目	情形1	情形2	情形3	情形4
	初始状况	房价上涨	房价暴涨	盈亏平衡
房价/元/平方米	6000	8000	20 000	4920
营业收入/万元	30 000	40 000	100 000	24 600
毛利率	28.00%	46.00%	78.40%	12.20%
土地增值税/万元	–	3945	34 493	–
扣土地增值税后的毛利率	28.00%	36.10%	43.90%	12.20%
企业所得税/万元	1350	2864	7360	–
政府分得小计/万元	1350	6809	41 853	–
企业净利润/万元	4050	8591	26 140	–
净利润率	13.50%	21.50%	26.10%	0.00%

我们再假设一种极端情况，如表13.2的情形3，房价暴涨，A项目营业收入爆发到10亿元，增值额变为7.315亿元，增值率为272%。在这种情况下，按速算扣除系数的简便方法计算，A项目应缴土地增值税=7.315×60%-2.685×35%=4.389-0.940=3.449（亿元）。与4亿元营业收入的情形相比，10亿元营收的情形需多缴纳3.055亿元土地增值税和（6-3.055）×25%=0.736亿元的企业所得税。两项合计，6亿元的增收，政府分得3.055+0.736=3.791亿元，占比63.2%；而企业分得2.209亿元，只占36.8%。

由此可见，土地增值税可以在很大程度上避免开发商故意长期囤地不建、坐吃升值的情形。在土地资源非常稀缺的香港，由于没有土地增值税，使得香港房企普遍有长期囤地的习惯，他们拿到地皮后，可以10年不开发，地皮本身就已经增值数倍，即便建成了也经常捂盘惜售，逐年提价。而这些热衷于囤地的港商在内地房地产市场就水土

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不服了，虽然赚取了暴利，却大幅跑输奉行快周转策略的内地龙头地产商，并最终被边缘化甚至淘汰出局。因为在一个项目上沉淀资金囤地10年博升值、缴纳大比例的土地增值税，往往还不如薄利多销，快速周转回笼资金投入更多的新项目中去。以快周转开发商自有资金平均年化50%的复利回报计算，10年滚雪球可以滚出57倍。

其实房价过快上涨，对开发商来说并非好事。虽然手上原有的低成本项目净利润大增，赚得盆满钵满，但房价大涨必然导致地价大涨，长期经营的开发商如果继续高价拿地，老项目多赚的钱未必能买回更多数量的土地，还时刻面临行业周期下行被套的风险。政府同样不希望房价过快上涨，因为房价涨得越快，发生大跌的可能性就越高，而房价大跌对宏观经济的破坏远非增加一些房地产税收和卖地收入所能弥补的。房地产市场周期不可避免，但无论是对政府还是房地产企业来说，最理想的状态就是小周期震荡上行，长期慢牛。

（三）房价大跌开发商就会完蛋吗

我们先看一下A项目的盈亏平衡点在哪里。如表13.2中的情形1，净利润率为13.5%，有些呆会计会想当然地认为，如果房价下跌15%，这个项目就亏损了。事实上，如表13.2中的情形4，当房价在情形1的6000元／平方米基础上下跌18%到4920元／平方米时，A项目达到盈亏平衡。整个项目做下来，除了信托债权人收获了600万元的利息，房企没有利润，政府没有所得税和土地增值税。为什么房地产项目13.5%的净利润率可以承受18%的房价下跌？这是由于企业所得税的缓冲作用，而土地增值税的缓冲作用还没有表现出来。

如果A项目拿地时机好，拿地后房价很快从6000元／平方米上涨到8000元／平方米，如表13.2中的情形2。这时如果全部销售出去，企业可以收获4亿元的销售收入和8591万元的净利润，净利润率是21.5%。在这个基础上，如果房价从8000元／平方米大跌25%到6000元／平方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

米，即从情形2回到情形1，A项目的营收会下降25%，净利润会减少过半，但净利率也只是从21.5%下降到13.5%，仍然不错。要想使A项目在情形2的基础上净利润归零，可以最大容忍房价从8000元／平方米跌到4920元／平方米，容忍跌幅高达38.5%。

再来看看更极端的情形3，低价拿地后A项目的房价暴涨到了2万元／平方米，净利率达到26.1%。这时，即便房价暴跌60%回到8000元／平方米，项目的净利润率也只是从26.1%下降到21.5%，这时我们可以感受到土地增值税的巨大缓冲作用。如果使A项目在情形3的基础上净利润归零，可以最大容忍房价从2万元／平方米下跌到4920元／平方米，容忍跌幅高达75.4%。当然，房价出现这么大跌幅时，房企营业收入和净利润总额的绝对值减少是巨大的。

通过A项目的模拟，我们可以深刻地认识到：拥有低成本土地储备的开发商，由于存在累进土地增值税和企业所得税的缓冲，相当于一个巨大的安全垫，可以抵御相当大幅度的房价下跌。只要房价跌到一定程度市场成交能放量，这些房企不但没有流动性危机，而且仍然还有利润可赚。

我们本来就知道，净负债率低的房企抗风险能力强，即便一些地买贵了，忍到下次房价大涨再开发也是可以的。现在我们又知道，土地储备成本低的开发商，即便净负债率很高也不算危险。那么什么样的开发商最危险呢？净负债率高、拿地成本也很高的开发商最危险，一旦遇上小周期下行就完蛋了。例如，2004年的顺驰，在绝对规模不到百亿元，竞争力还不够突出的时候，扩张过于激进，同时在多个城市拿地王，结果赶上2005年因严厉调控导致的行业小周期下行，又融不到资，最后只能惨遭收购。而2008年的恒大，年销售额只有几十亿元，引入战投拿了几十块便宜土地都没有问题，最后时刻没忍住拿了三块贵地，然后不幸遭遇罕见的全球金融危机，正是那几块地造成了上百亿元的资金缺口，最终靠私募融资才惊险过关。吸取教训的融创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中国老板孙宏斌后来反复强调："（房地产）行业的风险就一个——地买贵了。"说这话时融创的净负债率在400%左右。

（四）恒大如何应对行业周期波动

对于强势龙头房企来说，其实是欢迎行业小周期波动的，行情转好前多抢些便宜地，行情变差前多卖些房，靠反向操作在一定程度上平抑周期。然而中小房企很难做到这一点，行情不好时往往更难融资，没钱买地，等行情好时有钱拿地时，大家都有钱了，地价已经贵了。

中国恒大自2009年二次IPO成功以后，对行业小周期的把握就比上市前强了很多。2010年趁三四线城市地价还很便宜的时候率先进入大规模拿地，连续两年在销售面积只有1000万平方米的情况下，买地均超过5000万平方米。2013~2015年又在一二线城市房价新一轮暴涨之前及时回归一二线城市，加足杠杆，低成本收购了大量优质土地。2016底起又率先踩刹车、引战投、降负债，同时将拿地重心转向一二线城市周边的童世界、养生谷等低地价、特大型文旅、养老地产项目。

三轮下来，到2017年底，集团总土地储备达到3.12亿平方米，这还不包括未纳入土地储备的5394万平方米旧改及其他项目，这其中四成在深圳。相对于每年五六千万平方米的销售量，中国恒大当时的土地储备和旧改项目足以支撑6年的销售，这意味着如果地价贵不适合买地，或者想快速降低净负债率，恒大是有权选择一到两年不拿地的。如果一家开发商的土地储备仅够3年开发，择时拿地就会面临销售下滑的风险。

此外，恒大3.12亿平方米土地储备的平均楼面地价原值仅1711元／平方米，世邦魏理仕的评估值较原值已经上升了94.6%，这意味着恒大有一层厚厚的"缓冲垫"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果再遇到2008年那种级别的全球金融危机，房地产行业可能会面临严重的周期性衰退，发达一二线城市将房价大跌且成交低迷。对于恒大这样净负债率较高（2018年底152%）、土地成本很低的龙头开发商，可以立即停止拿地、选择能走量的城市降价促销回笼资金，滞销的城市放缓工程进度，发挥融资优势尽可能多融资，多管齐下，应能保证现金流两年不断。而且理论上，在房价、地价大跌三成的情况下，那些低成本项目只要能卖动还是能够获得正常开发利润的。对于净负债率较高、土地成本不算低的开发商，除了上述几项措施外，在销售时不要过多考虑成本和利润，回笼资金保命是最重要的。对于净负债率很低的开发商，理论上销售回款压力没那么大，可以适度销售、削减费用、加大融资力度、静候周期回暖，还有机会在市场复苏前抄底拿地。

在极端情况下，万一中国经济硬着陆，爆发严重的金融危机，房价跌幅过大、成交下滑过于严重、持续时间过长，覆巢之下，恐怕只有净负债率很低且土地储备成本很低的开发商能安然度过。所幸的是，中国政府会努力避免出现这样的金融危机。其实无论是龙头房地产企业本身，还是投资龙头房地产企业股票的投资者，赌的，就是国运，赌的是企业加杠杆、大发展的几年内不会发生严重的金融危机。此外，我们已经看到，中国恒大在做到销售规模稳居行业三甲、土地储备规模高居行业第一、土地储备平均成本业内最低后，已经有意识地放慢了增长速度，转而追求规模和效益的平衡。放缓拿地、引入战投、释放利润、降低净负债率都会使恒大抵御系统性风险的能力越来越强。

三、利息资本化与投资物业重估

（一）淡定哥的三板斧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2015年到2016年，雪球有位用户淡定哥（化名），在身为融创中国小股东的同时，长期坚持不懈地唱空恒大。刚开始他的粉丝并不多，后来因为了解融创每个项目，并乐于分享，逐渐也成为雪球大V。那些年，资本市场普遍认为恒大的“三宗罪”是高负债、三四线和“盲目”多元化。而淡定哥则祭出另外“三板斧”来砍恒大：高价拿地进入一二线城市，利息100%资本化，商铺和车位过分重估。其中后两条很早就有其他投资者提出过，只是没有淡定哥砍得这么执着。

除了三板斧，淡定哥还曾断言：“其实恒大追求的就是大，并不是利润的追求者，恒大给人的启发就是大而不倒在这个时代是有一定意义的。”他说这句话时，恒大的毛利率显著比万科、碧桂园、融创等同行高，还刚刚对战投承诺了3年888亿元不含投资物业重估的净利润。

我与这位淡定哥在雪球上互相调侃了差不多两年，我称他为“呆会计”，他说我是“恒大的托儿”。本来敢买地产股的投资者就很少，“恒大粉”和“融创粉”之间还相互“内讧”，也算是为各自“艰苦卓绝”的投资过程平添了不少欢乐。直到2017年，在融创上坚守两年的淡定哥，获利近一倍套现，并转战绿城、兖州煤业、IGG等其他股票后，“恒大粉”和“融创粉”才融洽了许多，互道“同桌”，相互“搬砖”，荣辱与共。

虽然我多次就淡定哥的三板斧与之正面讨论，但他仿佛故意不看，也不正面反驳，而是砍完就“上洗手间”去了，然后就消失了，被我形容为“尿遁”。一段时间后，他会再次冒出来时，重新抡出三板斧，同时还叫屈抱怨，说恒大股东就像传销团，经常“组团”攻击他，却从不正面回答他的三个问题，然后再次“尿遁”。淡定哥还有个很坏的习惯，隔段时间一生气就把自己雪球的帖子都删干净了，要不是我曾截屏转发抢救了一些，都无从考证了，实在有些遗憾。2015年9月4日，淡定哥发帖说：“刚才看了恒大的半年报，觉得国人还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不喜欢钻研，我一直不敢买恒大，就是感觉这哥们就是老千股。原因有三……”这个帖子被我截屏保存。

归纳起来，淡定哥批判恒大的第一板斧是：他发现恒大在2013年、2014年大举进入一线城市时，拿了一些贵地，比如广州珠江新城的地王和北京恒大华府项目，在2015年看还难以盈利。不过，随着2016年一二线城市房价普遍翻倍，这一板斧就不解自破了。

（二）利息资本化

淡定哥的第二板斧是他发现恒大在2014年至2015年，财务费用中的“费用化”利息为零，即把所有利息成本100%地“资本化”到存货成本中去了。而融创中国那两年差不多只把利息支出的四到六成资本化，其余则费用化在当期财务费用中。对比之下，淡定哥认为恒大100%资本化利息成本不但不够保守，还有虚增当期利润、美化报表之嫌。

所谓“资本化”，就是当期实际发生的开支，不算在当期损益表的成本、费用中，而是转入存货、无形资产等资产项，留待未来会计期间分摊。把某项开支资本化的结果，会减少当期成本、增加当期利润，同时增加未来成本、降低未来利润。所谓“费用化”，就是把当期发生的开支正常地计入当期成本、费用，扣减当期利润。在制造业，前些年会计准则发生了一次变更，允许企业把部分新产品开发费用资本化，这样能增加企业当期的利润。而在此之前，所有研发费用只能计入当期管理费用，这意味着，每年老产品产生的收入，要用来分摊新产品的研发费用，存在收入、费用的不匹配。

由于淡定哥并未系统学习过财务会计，对财务会计一知半解，他当时并不知道的是，按照房地产行业会计准则，凡是能归结到项目公司层面发生的融资利息成本，企业都可以选择资本化到该项目的存货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成本中去，待交楼时，与项目的营业收入同时结转。其实，利息资本化才更有助于收入和成本相匹配，减少因两者错配导致利润的扭曲。事实上，不仅项目的融资利息被资本化到存货成本中，项目当期发生并支付现金的土地成本和建安成本也都被资本化到存货成本中了，只不过大家都认为这是理所当然，无人提出质疑而已。

但是，房地产行业会计准则还规定了在一些特定情况下，融资利息成本不能资本化，只能计入当期财务费用。比如，总部发生的、不能对应到具体开发项目上的融资利息成本，就不能资本化；再如，永续债的利息就不能资本化；又如，不并表的项目所发生的利息成本，不能资本化。而万科、融创中国等房企，均有大量不并表的小股操盘项目，由于这些项目连土地、建安成本都不在合并报表的存货成本中体现，万科、融创为其融资所产生的利息成本又何以资本化到合并报表的存货成本中呢？因此，融创有大约一半的利息成本没有资本化，并非故意保守隐藏利润，而是要遵循会计准则。而恒大几乎没有小股操盘项目，也就不存在这种问题，选择将利息成本100%资本化也是无可厚非的。因此，淡定哥的第二板斧，因为融创没有100%利息资本化就指责恒大100%利息资本化，主要是因为不懂会计规则，也没有了解融创和恒大在具体业务层面的区别。

其实，如果我们不只看财报的一个局部、一个节点，而是看全局、看长周期，就会发现恒大并非真的把利息全部资本化了，资本化的利息也并非只进不出。一来，按照会计准则，永续债发生的利息，即便归属于具体项目，也不能资本化，还必须在发生当期税后扣除，而2015年恒大地产的税后净利润中事实上扣除了50.88亿元的永续债利息，导致归股东净利润只有104.6亿元。二来，有今年发生的利息被资本化到以后财年，就自然有以前财年资本化的利息今年被结转出来，而2015年恒大地产结转出的833亿元销售成本中，就包含了大约72.5亿元以前资本化的利息成本。此外，从2016年起，恒大其实也开始费用化了一部分利息成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后来，恒大也没有一直100%资本化利息，2016年下半年，不算永续债利息，恒大就费用化了53亿元利息成本，约占全部应计利息的20%。2017年和2018年，中国恒大分别费用化了77亿元和80亿元的利息成本。之所以这些利息被费用化处理，或与部分收并购项目股权分批转让，暂未绝对控股有关。

此外，还有些压根不懂会计的人称：2015年恒大地产净利润总额才173.40亿元，资本化的利息就有202.95亿元，赚的钱其实还不够付利息。这种在专业会计看来啼笑皆非的外行话，却唬了不少外行人。事实上，2015年的营业收入对应的是已经交楼的成品房屋，而资本化利息所对应的是尚未交楼的原材料、半成品或产品库存，把两者匹配起来说事儿，是“驴唇不对马嘴”。

（三）投资物业重估

最令淡定哥得意的，还是他的第三板斧——投资物业公平值重估。他在一次发言中说道：“恒大的利润调节有很多法宝，比如物业重估，另外就是利息支出全部资本化处理。在三四线城市利润普遍受到挤压，主流房地产商在三四线城市不赚钱的时候，恒大竟然能获得和在一二线城市一样的暴利，就是依靠我上面说的两大法宝。”淡定哥从恒大的年报中发现了如下事实：截至2014年底，恒大地产自持的投资物业账面价值619亿元，2015年底，进一步增加到971亿元，而2015年全年的租金收入只有2.41亿元，租金回报率仅千分之三！进一步，淡定哥查看了恒大的投资物业构成，有几百万平方米的商铺和几十万个车位，他在评论中写道：“租金2亿多元，物业估值近千亿元，很多都是三四线城市远郊车位。”

2016年4月上旬，我在雪球上发表了一系列“扫盲”文章，一共9篇，针对市场不大理解的一些恒大争议较大的“怪现象”进行揭秘，其中第一篇谈资本化利息，第二篇谈的就是投资物业重估的问题。直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

观地看，淡定哥所说的，账面价值971亿元的投资物业，一年才2.4亿元租金收入，确实低得不正常，其中必有蹊跷。但如果直接据此判断这些投资物业只值100亿元，高估了八九百亿元，就是典型的呆会计行为。不管怎么说，971亿元的估值也是要经过第三方机构评估和审计的。揭开这个谜团的过程，其实就是一次会计与业务结合的过程，让我们一起看看，怎样做才不会变成呆会计。

第一步，读财报，看附注。在恒大地产2015年年报第111页到114页中，有关于这些投资物业的详尽信息。要点包括：

- 投资物业期初账面余额619亿元，当期添置221亿元，重估升值129亿元，期末余971亿元。
- 971亿元中包括已竣工项目的644亿元、在建项目的327亿元。
- 投资物业资产包中包含502万平方米的商铺和36.6万个车位，不包括酒店。
- 第三方评估机构是世邦魏理仕，至少每半年重估一次；估值方法酌情采用直接比较法、收益法或余值估价法，均为业界惯用的评估方法。
- 商铺的总评估值为502亿元，折合每平方米大约1万元；车位的总评估值469亿元，平均每个约13万元。其中，已竣工商铺的每平方米评估价最低6000元，最高76 000元；已竣工车位的评估价最低8.4万元一个，最高39.1万元一个。

第二步，初步分析。首先，在建的商铺和车位占三分之一，这部分肯定不会产生租金的，自然也无所谓租金回报率，可见直接拿租金收入除以投资物业总价值计算租金回报率是很不严谨的。其次，从商铺和车位的评估均价看，比较符合市场实际，比如有些城市的车位市场价确实高达四五十万元，全国平均13万元一个车位不能算低估，但也不能说不合理。最后，当期添置221亿元，是对应的销售成本直接结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

转的，当期升值了129亿元，应该既包括存量的升值，也包括增量的升值，并以增量部分的升值为主。所谓升值，其实就是销售成本和公允市场价之间的价差，也就是商铺和车位的毛利，目测这个毛利率比较合理。事实上，地上商铺通常单位售价高于住宅，但分摊的成本与住宅一样，毛利率高于住宅是正常的。

第三步，了解相关业务背景。在一次投资者调研中，我直接咨询了恒大地产投资者关系部，了解到下列信息：恒大楼盘多数位于新城、新区，周边配套尚不成熟，在住宅开始预售时还没什么人气，这时的底层商铺和车位虽然也拿到预售证了，但对外销售暂时卖不上价钱。因此，恒大往往先把这些商铺和车位按公允的评估值卖给自己，左手倒右手，虽然没有现金流入，却能在账面上确认一笔投资物业公平值收益，2015年就因此增加了129亿元的税前利润。等过两年项目入住，数千户居民搬进来，商铺和车位自然就能按合理的市场价卖出去了。在项目入住前，这些商铺往往空置，并不会出租，停车场也通常免费停车，哪里会有租金收入呢？即便在交楼入住之后，由于恒大持有这些底层商铺的目的并非长期收租，而是择机出售，因此也不会出租产生租金。只有少部分诸如恒大影城之内的商铺，恒大是自持收租的，于是产生了2.41亿元租金。

第四步，了解会计准则和行业惯例。虽然香港和内地会计准则都不承认土地储备的升值，所有土地储备只能按成本价入账，但是香港会计准则一向允许投资物业按市值重估，并把升值部分确认为当期利润，无论是已竣工还是在建的投资物业。在香港上市的中国海外发展、华润置地、龙湖地产等也都例行重估投资物业，并且每年投资物业的公平值收益都对当期利润有不小贡献。而内地的会计准则却不承认投资物业升值，因此万科、保利等内地上市的开发商的投资物业都只能按成本入账。不过，香港上市的开发商几乎没有把住宅配套车位算作投资物业并确认升值利润的，重估的投资物业也多为大型商场和写字楼。像恒大这样把会计政策用到极致，把小区底商和车位“充分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

利用”的，我确实没有见到第二家。从上市到2015年底，恒大地产累计确认了409亿元投资物业公平值收益，对税后净利润和账面净资产的贡献应该在250亿元左右。

第五步，了解行业分析师怎样对待投资物业公平值收益。事实上，香港投行的地产分析师并不承认投资物业公平值收益对利润的贡献，因为这部分并未产生现金收入。正因如此，分析师在评估开发商盈利能力并评估目标价时，并不直接使用“净利润”指标，而是一概选用“核心净利润”指标。“核心净利润”类似于内地的“扣除非经常性损益净利润”，与净利润的首要区别就是不含投资物业公平值收益，还会扣除汇率浮盈浮亏、证券投资损益，捐款等一次性损益。此外，投行分析师们并不重视账面净资产，而是用NAV法评估开发商的净资产价值，这个方法以后我们还会讨论。

第六步，理解企业的动机。如果放在其他行业，我也会认为这家企业在会计上不够谨慎，比较激进，有寅吃卯粮之嫌，但是在房地产行业，当你理解我在本章第一节所讲的内容之后，就会深知地产企业的净利润和净资产是如何被严重低估的。而在地产股呆会计遍地的资本市场，为了尽可能获得较低的融资成本，在必要的时候，利用规则把低估的净利润和净资产做一些美化和修补，是可以理解也无伤大雅的。

综上所述，我们发现，淡定哥等投资者对恒大地产投资物业的相关指控，虽然都是事实，但有些方面脱离实际，有些方面并无意义，有些方面缺乏全局观。比如，因恒大租金收入只占投资物业总价值的千分之三就断言严重高估，是不了解业务实际的呆会计行为。再如，指责恒大净利润和净资产注水并无意义，因为专业地产投资者在给地产股估值时使用的是核心净利润和NAV。又如，说恒大通过重估投资物业增厚净利润和净资产是出老千，这一点又缺乏全局观。投资者只有深刻理解业务实际、具备全局观和洞察力，才能做出全面而正确的判

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

断。眼里不揉沙子、求全责备、以偏概全、一票否决，最终只能使自己错失投资良机。

2016年以后，中国恒大的投资物业公平值收益开始大幅下降。到2018年之后，引入战投、利润充分释放、账面净资产高企的中国恒大，已经不需要靠投资物业评估来粉饰利润或者净资产了。

四、为什么房地产企业就该高负债

（一）负债越多越厉害

在2015年3月30日举行的恒大地产年度业绩发布会上，面对分析师例行的高负债率提问，时任恒大集团CFO谢惠华表示今年会努力使其下降。许家印接过话茬，掷地有声地说：“我认为房地产企业就应该高负债经营。”当时的背景是中国经济比较疲软，政策开始放松房地产企业融资，鼓励房企加大投资。

2017年1月17日，在一次投资者交流会中，融创中国老板孙宏斌详细解释房地产行业的负债率问题：“很多人不知道房地产的负债率是怎么回事，房地产负债率越高越牛，为什么？（因为）如果你没有拿地的话，你负债率再低（也）是贷不了款的，房地产贷款一种是买土地时土地端找的融资，一种是开发贷，如果一分钱贷款没有，如果去年一块地没买，想加负债也加不上，你没有载体。所以负债比较多的一定是你买了很多地，然后以土地为载体贷来一些款。如果今年某个公司有1000亿元的贷款增量的话，那就特别牛了，（意味着）他买了很多的地。这是我想说的第一个概念，你没有负债率就没有买地，买地负债率就增加了。当然你可以不买地不贷款。（房地产的）风险在哪里？买地的时候，风险就是地买贵了，卖了就赔钱、不卖就难受。这个行业现金流不是最大的问题，最大的风险是地买贵了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通过上一章简化模型的推演，我们已经知道，业务持续高速增长的房企会非常缺钱，需要不断地增资扩股、举债融资或者占用上下游资金，直至业务增速大幅放缓。反过来说，只有具备多渠道融资能力、能筹集到很多钱的房地产企业，才能持续高速增长。为什么发达资本主义国家习惯于把房地产行业列入金融行业？因为房地产行业是资金密集型行业，天然具有金融属性，天然的高负债、高杠杆。

中国政府为什么默许房地产行业加这么高的杠杆呢？我想主要因为在中国经济长期高速发展和城镇化的大背景下，住房需求增长得太快了，需求总量太庞大了，如果不允许开发商加杠杆，快速做大规模，根本跟不上需求增长的速度，而突出的供求矛盾必将导致房价更加难以控制。

不过，在城镇化的中后期，新房市场空间达到天花板后，全行业是有条件降杠杆、降负债的。一方面，房企销售增长放缓，自然而然地会降负债；另一方面，预售标准的提高乃至预售制的逐步退出，也会使全行业降杠杆。当然，这需要时间过渡。

（二）房地产企业的融资工具

下面我们详细列举一下，现实中房地产企业所具备的主要融资渠道，分为企业层面的融资和项目层面的融资，每个层面又分权益类和债务类。

（1）企业层面的权益融资，包括但不限于以下方面。

- 创始人团队的自有资金及项目利润积累：对于白手起家的房地产老板，启动资金可能非常有限，主要靠一个个开发项目的利润滚动积累。
- 上市之前的战略投资：如恒大2006年引入的国际战投，代价是稀释股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 上市即首次发行新股（IPO）融资：代价是稀释股份，2007年10月以前国内A股市场允许房地产企业IPO，之后关闭了这个窗口，国内地产企业大批赴香港上市。
- 配股增发：2007年10月以后，A股上市房企再融资暂停，无法增发新股，但港股配股增发不受限制，企业有需要就可以随时发，代价也是稀释股份。

（2）企业层面的债务融资，可以自由支配，用于还旧债、补充运营资金、直接或间接地投入项目中，包括但不限于以下方面。

- 境外优先票据：即优先债，是公司债的一种，无抵押，是指在企业破产清算时，需要优先偿还的债务。恒大上市后长期发行美元优先票据，利率为7%~13.75%。
- 国际银团贷款：无抵押，有固定利率和浮动利率两种，浮动利率一般以国际银行同业拆放利率为基础上浮，比如libor+x。绿城中国等房企曾使用，恒大上市后未取得过此种贷款。
- 境外可转债：无抵押，满足转股条件后可以转股。2017年，碧桂园、恒大都曾发行。
- 境内公司债：无抵押，2007年10月以后地产企业发行公司债受到证监会严格控制，2015年曾一度放开，恒大地产一举融资500亿元，利率为5%~8%。2019年上半年再度放开。

（3）项目层面的权益融资，包括但不限于以下方面。

- 自有资金：用于拿地和项目运营，通常为集团总部或者区域总部拨款。
- 其他房地产企业：比如小型房企以手中的土地或在建工程作价入股，大型品牌房企负责操盘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 房地产信托基金等：用于合作拿地，这类基金主要投资品牌房企的房地产项目，有些是明股实债。
- 永续债：只能用于拿地，通常局限于一二线发达城市的优质项目使用，可以占到地价款的80%。从定义上来看无固定还款期限，属于权益，但实际中往往两年内还清。

（4）项目层面的债务融资，包括但不限于以下方面。

- 信托等借款：只能用于本项目拿地，可由金融机构配资，通常可以占到拿地资金的50%~70%，利率通常为8%~15%，恒大项目一般为9%~12%，2018年起监管趋严。
- 银行开发贷：不能用于拿地，只能用于本项目。在项目已经取得“国有土地使用证”“建设用地规划许可证”“建设工程规划许可证”和“建设工程开工许可证”，即“四证齐全”后方能申请。在商品房开始预售后，预售回款的一定比例须优先归还开发贷。利率一般为7%~8%。
- 预收客户款：无利息，包括预收客户的首付款、分期付款和客户在商业银行办理的按揭贷款，发生在商品房预售后、交楼前。近些年监管加强，一定比例的预售款受限，必须存放在指定账户中，不能挪到其他项目使用。
- 应付供应商款：供应商一般给房地产开发企业一定的账期，三个月到一年不等，视双方的议价能力和战略合作伙伴关系而定。通常无息，但供应商在报价时会考虑资金占用成本。

（三）股的成本远高于债

虽然房地产行业已经从“黄金时代”步入“白银时代”，整体上赚钱不像以前那么容易了，不是谁只要拿块地就能轻松赚钱了，但总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的来说，“白银行业”也比“铜、铁行业”好，特别是行业强势龙头企业还是可以凭借全方位的压倒性竞争优势活得相当滋润。项目的全投资回报率仍然相当高，预算做不到20%甚至25%的项目完全可以选择不做。由于各类有息负债成本为5%~15%，仍然显著低于项目全投资回报率，举债加杠杆，可以把自有资金回报率撬到50%左右。这也是房地产行业容易出富豪的奥秘所在，自有资金持续高速复利增长，滚雪球的速度太快了。其实无论是企业层面增发股票、引入战投，还是项目层面股权合作，企业新股东或项目合作股东的要求年化回报率通常会在20%以上，都是显著高于借债成本的。如果不是受到各种限制，对于那些项目把控能力很强的龙头开发商来说，理论上在胜算极高的好项目上100%地借债开发、空手套白狼才是最优的选择。当然现实中房企往往还是要自己出资一定比例的，因为债权人也需要安全垫，就像按揭贷款买房也必须有首付一样。

不过，正如我们的模型推演，持续高增长的房企，在合并报表层面，过高的负债率会引发社会各界的担忧，导致相关信用评级下降，甚至引发政府监管，而且确实容易在行业周期下行时因销售不畅出现资金链断裂风险，搞不好还会引发金融危机。因此，房地产企业必须在增长速度和财务安全、股权融资和债务融资之间做出平衡，有必要通过适当的股权融资来降低资产负债率和净负债率。

（四）股权合作、明股实债、员工跟投和永续债

龙头地产商中，万科是最早开始与小型地产商合作开发项目的，合作项目的比例逐步加大。在万科2017年年报的项目列表中，权益占比100%的项目不到两成，超过三成的项目权益占比低于50%，后者被称之为“小股操盘”。保利、融创中国、碧桂园后来也加大了股权合作开发的比例。恒大和中国海外发展则尽量自主开发，权益占比100%的项目占主导。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

两种模式各有利弊：股权合作开发模式的优点是在规模增速和资产负债表之间能够兼顾，缺点是损益表的利润被少数股东瓜分较多。自主开发为主的模式优点是股东利润最大化，缺点是要在资产负债表和规模增速之间做出取舍。要速度，资产负债表就很难看，如恒大；要负债率好看，就得牺牲增速，如中国海外发展。另外，从抗风险角度，理论上当行业发生较大风险导致项目亏损时，股权合作方可以分担损失，举债开发要独立承担风险，但实际上，2009年以来，这种风险极少发生。

为了同时享有两种模式的优点，近些年来，明股实债在房地产行业内使用得相当普遍，即表面看起来是权益入股，做大净资产总额，降低净负债率，但实际上却签署一份抽屉协议，开发商对合作方承诺还本付息。这样做，即限制了合作方的收益率，保护了房企股东的利益，又糊弄了资本市场的呆会计们。

比之更妙的一招是员工跟投。由于跟投项目众多且有一定的强制性，员工往往要借债跟投。这本质上是把企业的负债变成员工的负债，因为员工个人借来的钱，跟投到项目中就变成企业的少数股东权益了。我曾听说某房地产企业的员工，借年化利息12%的债，跟投公司的项目。还有的地产企业，索性把公司的多余现金借给员工跟投，收10%的利息。在市场好的时候，跟投的员工获利颇丰，年化回报率50%以上比较普遍。如果确实因为跟投制度使员工工作更卖力，创造更大的价值，对房企股东来说也是好事。

恒大从2013年至2016年热衷使用的永续债，其实也是明股实债，只不过被资本市场一眼看穿，仍然把永续债当债来计算恒大的净负债率，没有其他明股实债和员工跟投那么隐蔽。恒大使用的永续债开始时税后利息成本占比高达12%，后来降至9%，税前成本占比为12%~16%，但项目拿地时永续债可以使用的比例高达80%，自有资金占20%就可以了。从经济的角度来看，恒大用一千多亿元永续债买的那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一二线城市项目的土地，后来因为2015至2017年房价地价的大涨，都赚得盆满钵满，远比股权合作的成本低。从战略的角度来看，恒大正是借助永续债迅速重返一二线城市，完成了一二三四线城市的综合布局。

（五）信托借款和开发贷

一次参加恒大地产路演时，有投资者问为什么银行开发贷的利率比信托低，而恒大却主要使用信托借款。时任恒大投资者关系负责人陈奋回答说："这是因为当时恒大地产的项目普遍6~8个月开盘，开盘前后开发贷才刚具备放款条件，而且预售款有相当比例立即要还开发贷，所以恒大账上滚动的银行开发贷余额不多。而信托借款在拿地时就要使用，而且在账上停留的时间较长，所以从账面余额看，信托借款要占到六七成。"

投资者又问为什么恒大的加权平均借款成本显著高于同行。陈奋回答说："这与借款结构有关。如果是银行开发贷，龙头房企的借款成本差不多都是7%~8%；信托借款，正常都要9%以上；但企业层面发行的债券，与评级机构给的评级相关，企业负债率越高，评级就越低，发债成本就越高，反之亦反。恒大净负债率最高，发行的境外优先票据和境内公司债成本自然就比别的开发商高出一截。恒大的总有息负债中，项目层面的信托借款和永续债使用比例最高，项目层面的银行开发贷次之，企业层面的优先票据和公司债第三，加权利息成本就自然较高，为8%~10%。而有些开发商，股权合作比例很高，基本不需要借成本较高的信托资金拿地，净负债率就低，评级就高，企业层面发债成本自然很低，加权平均借债成本也相对很低。

（六）预收客户款和应付供应商款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

早在2012年香橼做空恒大地产的报告里，就曾指出恒大账面的预收客户款不正常地低，怀疑恒大公布的合约销售数据虚假。后来陆续有投资者发现这一问题，当作唱空恒大的理由之一。例如，2015年恒大地产当年的合约销售额首次突破2000亿元大关，但截至2015年底的预收客户款才只有831亿元。而同年，万科的合约销售额为2615亿元，年底账面预收客户款2126亿元。

其实，因为这个原因而唱空恒大，是相当典型的呆会计现象，只看报表，不了解业务流程，脱离实际。为什么恒大的账面预收客户款余额显著比万科低呢？原因有以下两方面。

第一，万科的客户主要来自一二线城市，年轻人比例很高，采用银行按揭的比例很高；而恒大的客户来自三四线城市占比高，中年人比例大，采用全款分期付款的比例高。从业务流程上看，客户支付的首付款，直接成为开发商的预收款，银行按揭贷款虽然比签订购房合同滞后1~3个月，但一旦放款下来，也都全部变成客户预收款。而分期付款则有很大不同，只有首付能成为预收款，后面几期不但不是预收款，连应收款都不能算。这是我在2013年二季度逐条研究香橼唱空理由时，花了较长时间才搞清楚的，并将之命名为“表外应收款”。原来，根据会计准则，只有在交楼前收到了现金才算预收款，只有交楼后还未收到的分期付款才能算应收款，而在签订预售合同后到交楼前这段时间内，未支付的分期款，什么也不算，在财报中找不到。在实际业务中，恒大在很多三四线城市及旅游地产项目中一向热衷于给客户推荐2~3年的分期付款，常见如3年分期，首付10%，以后每半年付15%。对房企来说，分期付款在现金收款方面不如银行按揭，但如需变现，也是可以将这些分期付款合同打包成ABS（资产证券化）产品的。在金融市场，只要未来有可靠的现金流，理论上就可以变现。

第二，万科的一二线城市楼盘相对去化快，签合同到交楼平均滞后一年半以上；而恒大的三四线城市楼盘，虽然开盘早但去化均匀，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到交楼时往往还有10%的现楼，签合同到交楼平均滞后一年左右。这个差异意味着万科的预收客户款在财报上趴着的时间平均比恒大多半年以上，余额也就因此显得较大。

不过，由于万科小股操盘项目的预收客户款不会被并表，因此万科的预收客户款总额在与合约销售额相比较时其实也是低估的，因为公布的合约销售额口径是包含小股操盘项目的。投资者在做财务数据分析时，特别要弄清楚数据的口径，以免“驴唇对上马嘴”，得出的结论误导了自己。再举个例子，由于小股操盘项目不会并表，因此万科损益表的历史累计营业收入，永远赶不上全口径的历史累计合约销售额，总会差那么一大块，投资者千万不要以为万科今年销售了5000亿元，未来就一定会在合并报表中结转出5000亿元营收来。营改增之后，由于合约销售额含税，营业收入不含税，两者差异进一步放大。另外，万科合并损益表中的净利润率，又因小股操盘项目而有些扭曲，因为营业收入不含小股操盘项目的收入，净利润总额里却包含一部分小股操盘项目的利润。其他小股操盘项目占比较高的房企，投资者也同样要注意这些数据口径问题。

占用上下游资金的多少，是企业对上下游议价能力的重要体现。恒大对下游客户相当慷慨大方，积极提供分期付款等融资方式，占用的资金相对同行要少，但对上游供应商则“狠”得多。由于恒大多采用总部集中采购，订单金额巨大，与供应商普遍形成战略合作伙伴关系，在账期上对供应商要求很高，最初还是6个月延期付款，后来普遍延长到一年，个别甚至两年。同样以2015年年报为例，恒大占用的预收客户款只有831亿元，但应付贸易款却高达1325亿元，高于万科的1082亿元。到2017年末，中国恒大的预收客户款增长到2676亿元，应付贸易款达2575亿元，占用上下游资金超过5000亿元。如果把企业的上下游占款看作零息负债，与有息负债放在一起加权平均，可以得到企业更真实的借债成本。万科前董秘谭华杰曾在一次投资者路演中谈到过这个概念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

五、毛利和净利的口径与解读

我们已经知道，由于房地产企业预售到交楼之间存在平均1~2年的时间差，房企损益表中的营业收入和销售毛利都是滞后的，但销售费用、管理费用又是当期的，就造成了不匹配，导致净利润不但滞后而且扭曲。不过尽管如此，投资者还是很有必要认真研读这份损益表，了解过去毕竟有助于预测未来，此外，房企之间同期的横向对比也还是有意义的。不过，由于毛利润、净利润口径的复杂，以及A股港股报表格式的不同，正确解读房企损益表对很多投资者、财经记者来说并非易事。

（一）毛利的口径与解读

与毛利相关的公式有：

毛利润＝销售收入－销售成本－税金及附加

销售成本＝土地成本＋建筑安装成本＋资本化利息

税金及附加＝土地增值税＋营业税（营改增之前）＋城市维护建设税＋教育费附加＋房产税＋土地使用税＋车船使用税＋印花税

按照教科书的定义，销售毛利润应该等于销售收入减去销售成本，不需要减税金及附加，但我在分析所有行业的财报时，都习惯使用扣减税金附加后的毛利润，并以此计算毛利率，因为税金及附加更具有可变成本的属性。学过管理会计的人都知道，管理会计中使用贡献毛利取代销售毛利进行盈利分析，因为前者更有利于管理层看清业务的本质。贡献毛利等于销售收入减可变成本及专属固定成本，而税金及附加中的每项税费，都与具体项目直接挂钩，因具体项目而产生，或与项目营业收入成正比，或与项目毛利率正相关。例如，营改增之前的营业税，大约就是营业收入的5%。房地产行业的特色税种土

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

地增值税，就与项目的毛利率正相关。营改增之后，由于营业税淡出，土地增值税成为税金及附加中举足轻重的税种，因毛利率不同而占营业收入的1%~7%，相对而言，其他税金及附加项目都可以忽略不计。

不熟悉房地产行业财务报表的投资者，往往不知道，A股上市的地产企业的土地增值税包含在税金及附加里，而港股地产企业的土地增值税却包含在所得税里。因此我们经常看到，一些投资者和财经记者在对比A股和港股上市房企的毛利率时，犯了口径不同的错误。为了更清楚地看出各家房企土地增值税拨备的差异，我通常同时计算出两种口径的毛利率：一种是不扣土地增值税的口径，另一种是扣除土地增值税的口径。对于A股上市的房企，需要从财报附注的“税金及附加明细”中剥离出土地增值税；而对于在港股上市的房企，需要从“所得税明细”中剥离出土地增值税。表13.3、表13.4、表13.5、表13.6分别是中国房地产行业利润总额最高的四大龙头企业2015—2018年度两种口径毛利率的对比。

表13.3　2015年典型房企毛利率对比

项目	恒大	万科	中海	碧桂园
毛利率1：不扣土地增值税口径	28.3%	23.6%	28.6%	20.2%
土地增值税拨备占营收比重	5.7%	3.4%	3.1%	1.0%
毛利率2：扣土地增值税口径	22.6%	20.2%	25.5%	19.2%

表13.4　2016年典型房企毛利率对比

项目	恒大	万科	中海	碧桂园
毛利率1：不扣土地增值税口径	28.1%	24.5%	27.8%	21.1%
土地增值税拨备占营收比重	4.2%	4.3%	4.7%	2.0%
毛利率2：扣土地增值税口径	23.9%	20.3%	23.1%	19.0%

表13.5　2017年典型房企毛利率对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目	恒大	万科	中海	碧桂园
毛利率1：不扣土地增值税口径	36.1%	31.6%	32.9%	25.9%
土地增值税拨备占营收比重	6.3%	5.6%	5.7%	3.5%
毛利率2：扣土地增值税口径	29.8%	26.0%	27.3%	22.4%

表13.6　2018年典型房企毛利率对比

项目	恒大	万科	中海	碧桂园
毛利率1：不扣土地增值税口径	36.2%	36.3%	37.8%	27.0%
土地增值税拨备占营收比重	5.6%	6.6%	6.7%	3.6%
毛利率2：扣土地增值税口径	30.6%	29.7%	31.1%	23.4%

统一了数据口径，就便于正确解读了。

第一，为什么四大龙头企业2017年和2018年的毛利率全都比2015年至2016年大幅上升？这是因为从2015年下半年起至2016年10月，全国主要一二线城市房价普遍翻倍，这段时间取得的销售额，对应地价成本比较低，毛利率则很高，而且在2017年和2018年陆续交楼结算。我们可以进一步展望，由于2016年下半年起，地价大幅上涨，而2017年之后的房价上涨受到严厉限制，以招拍挂为主要拿地方式的开发商，从2019年起毛利率将触顶下行。

第二，三四线城市项目占比较高的恒大，为什么毛利率长期高出碧桂园一大截，甚至多数时候高于一二线城市为主的万科？这主要是因为恒大偏爱拿大块土地，分多期开发，随着房价逐年上涨，毛利率也水涨船高，使得恒大每年的结算收入中总是有一部分是多年前拿地的毛利率很高的老项目，拉升了整体的毛利率。而万科、碧桂园等龙头开发商偏爱中小规模的地块，土地升值红利相对不明显。基于同样的原因，恒大毛利率的周期波动幅度也相对万科、碧桂园更小。当然，凡事有利有弊，恒大的大盘模式，负债指标不如万科，周转效率不如碧桂园。

第三，恒大毛利率的周期性变化领先全行业半年到一年。这是我早在2013年就注意到的现象，当时恒大地产的毛利率比同行提前下降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

半年到一年。2017年上半年起，中国恒大的毛利率又比同行提前半年到一年大幅反弹。之所以这样，主要是因为恒大从签订销售合同到交楼结转收入的平均时间差为一年到一年半，而万科、中国海外发展、碧桂园等其他开发商多为一年半到两年。时间差越短，意味着毛利率的周期变化越领先，因为恒大结算的营业收入是一年到一年半之前的销售收入，而万科、碧桂园同期结算的营业收入是一年半到两年之前的销售收入。

第四，因为土地增值税率与毛利率正相关，所以开发商“毛利率1”越高时，土地增值税拨备的比率就越高。

（二）主要净利润口径和用途

2015年9月初，我在雪球发表文章《恒大地产中报“利润”解读——针对非专业投资者》，以恒大地产2015年中报为例，详细介绍了房地产企业净利润的几种口径。房企较为常用的净利润口径包括：净利润，归属上市公司股东净利润，核心／扣非净利润，归属上市公司股东核心／扣非净利润。

第一个口径是净利润。恒大地产2015年上半年的净利润是133亿元，这是公司合并报表上的税后净利润总额。但这里面既有已经实实在在赚到口袋里的，也有通过投资物业重估出来的；既有归属上市公司股东的，也有归属少数股东和永续债债权人的；既有经常性的，也有一次性的。由于各房企对商铺、车位等投资物业公允价值评估的规则各不相同，也有争议，所以分析师和投资者往往都不看重这个口径。此口径主要用于企业宣传，比如说恒大集团某年创造了多少利润和税收，往往使用这个净利润数据。

第二个口径是归属上市公司股东的净利润，也称归属母公司股东净利润，简称归母净利润。2015年上半年，恒大地产归母净利润为94

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亿元。把净利润中归少数股东和永续债债权人的部分扣掉，就得到这一口径，不过，其中还是含有重估的和一次性的利润。此口径的净利润，主要用途是作为分红派息的基数，比如说公司派息政策是50%，是指此口径净利润的50%。因此，公司长期持股的中小股东非常看重这个数据。

第三个口径是核心业务净利润，简称核心净利润，恒大地产2015年上半年给出的数据是101亿元。核心净利润是香港上市公司的常用称谓，A股上市公司与之类似的说法是扣除非经常性损益的净利润，简称扣非净利润。非经常性损益主要包括资产重估的损益和一次性损益。其中，资产重估损益包括投资物业重估的损益，持有的以市值入账的金融资产的浮盈或浮亏，外币资产和负债因汇率变动产生的浮盈或浮亏等，一次性损益如政府补贴、慈善捐赠等。由于相关税费比较复杂，投资者自己很难根据原始数据计算出核心净利润，房企往往在业绩公告中或业绩发布会上直接给出结果。相对于净利润和净利润率，投行分析师对房企的核心净利润和核心净利率更加看重，用以衡量地产主营业务的盈利能力，并在不同房企之间横向比较。不过，核心净利润中仍然包含归属少数股东及永续债债权人的部分。

第四个口径是归属上市公司股东的核心净利润，简称归母核心净利润，恒大2015年上半年官方给出的数据是64亿元，分析师认可的则是46亿元。这个口径就是核心净利润里完全归属于上市公司股东的部分了，是最重要的净利润指标，相当于A股地产公司的归母扣非净利润。投行分析师在房企估值模型中主要使用这个口径，无论是历史实际值，还是未来预测值，并用其计算市盈率。与其他房企不同，恒大在每次的业绩发布会上只主动发布前三个口径的利润数据，归上市公司股东核心净利润这一口径总要等投资者提问时才会口头说出。不过2015年上半年这一次，很多地产分析师就不认可64亿元这个数据，因为他们发现有一项24亿元的买卖华夏银行股票的一次性税前收益没有被扣除，如果税后扣除24亿×（1-25%）=18亿（元），归母核心净利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

润就只剩下46亿元了。分析师认为，在营业收入同比增长23%的情况下，归母核心净利润仅同比增长了大约12%，远不如公司业绩简报中强调的“股东应占净利润同比增长33%”靓丽。此外，777亿元营收仅得到46亿元归母核心净利润，归母核心净利润率还不到6%，效率低下，未来利润前景堪忧。然后，这些地产分析师们就以46亿元和6%为参考，预测恒大地产未来几年的利润，并给出目标价。

（三）我对恒大真实净利润率的判断

我们知道，房地产企业的损益表是滞后而扭曲的，所得出的净利润也肯定是滞后而扭曲的。滞后我们无能为力，但我们设计出的核心净利润口径，可以减少扭曲。我们可以通过减少扭曲，尽可能地看到过去房企真实的盈利能力，并以此为基础，考虑现在及未来的参数变化，预测未来的盈利水平。对于其他房地产企业，算到归母核心净利润已经足够了，但对恒大来说，仍然不够。

与所有地产分析师不同的是，我认为他们计算出来的2015年上半年46亿元归母核心净利润和6%的利润率仍然是严重扭曲的，不能反映恒大地产主业的真实盈利能力。为此，我为恒大地产专门定制了新的利润口径，这一口径并非一成不变，可能每份财报出来都会有所调整，我们不妨称之为“归母真实净利润”和“归母真实净利率”。2015年上半年，我在《恒大地产中报“利润”解读》的帖子中算出的恒大地产主业“归母真实净利润”是80亿元，相应的“归母真实净利率”为10.6%。

在46亿元归母核心净利润基础上，我“拨回”了两笔共计34亿元的利润：一笔是拨回2015年上半年非地产的多元化新业务亏损，主要是恒大冰泉的亏损，估计税后不少于8亿元，这些新业务的亏损不应用于评估恒大地产主业的盈利能力；另一笔是拨回永续债债权人从税后净利润总额中瓜分走的26亿元，这一笔为什么拨回，下一节将详细展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

开讨论。此外，在2015年上半年777亿元营业收入中，财报披露，有754亿元是房地产业务收入，23亿元是多元化业务收入。以80亿元除以754亿元，得到10.6%的净利润率，我认为这更接近恒大地产主业的真实盈利水平，以此为基础预测未来利润会更加靠谱。

事实上，我心里清楚，真正的净利润率比10.6%还要高，原因是销售及管理费用与营业收入之间的错配。例如，2015年全年，销售费用、管理费用及其他经营开支合计205亿元，占1331亿元营业收入的比重高达15.4%，而只占当年2013亿元合约销售额的10.2%。从业务上理解，当年费用更主要地支撑当年销售而非当年交楼，我们可以认为，考虑多元化业务的费用支出后，费用错配有可能使当年的净利润率大约低估了3个百分点。2011年到2014年末，“费用占营业收入比”依次高出“费用占合约销售比”2.1、3.1、0.7、2.0个百分点，后来的2016年和2017年，则分别高出5.8和4.3个百分点。如果针对费用错配做出手动调整，2015年上半年恒大的房地产主业的归母真实净利润率可以达到13%~14%。如果用这个数据去预测恒大未来的盈利前景，必然会得出与投行分析师们大相径庭的结论。

关于费用错配对净利润率的影响，一般来说，合约销售额增速越高，就会高出当年的营业收入越多，从而会使净利润率低估得越严重。而当合约销售额停止增长并与营业收入大体相当时，错配和扭曲也就消失了。反过来，当合约销售额掉头向下，低于营业收入时，错配会使净利润率高估。

有读者会有疑问，难道利润口径都可以随心所欲地调整吗？不需要遵循统一的标准？是的，这就是管理会计的特点，没有任何条条框框，怎么合理怎么来，只为尽量接近事实真相，从而对未来做出更加靠谱的预测。

有必要强调的是，由于房企上下半年结算营业收入占全年比重的差异很大，有些上半年占比55%，有些下半年占比75%，因此，横向对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比不同房企之间半年的毛利总额、争利总额、净利润率都没有意义，唯一可比的是毛利率。

六、永续债“藏”了恒大200亿元利润

（一）管理层调节利润的手段

现实中，企业管理层经常会主动调节企业财务报表上的净利润，其中大多数的调节动作是合规合法的。调节利润分两个方向：一是把当期的利润调节到以后，我称之为“隐藏利润”；二是把以后的利润调节到当期，我称之为“透支利润”。企业为什么要调节利润呢？隐藏利润的原因主要是当期利润太好了，如果如实释放出来，今后就会因为基数太大而难以持续增长。无论是投资者还是其他相关人员，都喜欢看到公司业绩平稳增长，而非大起大落。透支利润的主要动机是避免当期业绩出现亏损、业绩大幅下降，进而导致一系列不好的连锁反应。

通常，隐藏利润是好公司的特权。好公司总是先在利润特别好的年份储藏一部分利润留到以后有特别需要时或者年景不好时释放出来，以平衡业绩曲线。什么时候有特别需要呢？比如董事会换届、股权激励临近到期、战投临近解锁等，都需要靓丽的业绩支撑。如果没有这些特别需要，年景又一直不错，储藏的利润就可能长期不释放，甚至越藏越多。

而业绩平庸的企业，往往需要透支利润，寅吃卯粮，至于以后能不能补上，就不一定了。比如，你经常会看到某些上市公司连续几年都是微利，甚至每股只盈利一分钱、半分钱，忽然有一年，巨亏！而巨亏往往被归咎为一些意外事故，比如被巨额罚款啦，一个大单发生严重亏损啦，也可能趁着经济萧条、全行业不景气、股票大熊市“洗一个大澡”。其实，这些企业就是经营不善，巨亏一次卸掉包袱后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

往往就可以再盈利、微利、微利，直到绷不住，再巨亏一次。调控总比不调控好，否则连续3年亏损会被强制退市的。

实务中，管理层调控利润的主要工具包括但不限于以下几种。

（1）通过控制渠道库存来调节当期收入和利润。有些行业，比如家电、手机，在制造商和消费者之间存在批发、零售环节，存在大量的渠道库存。而对制造商而言，收入和利润的确认并不取决于零售，而取决于出厂向渠道发货。这样，当企业需要业绩时，可以向渠道多压些货；不需要时，可以少发货使渠道去库存。

（2）预提各种风险准备金。注意，预提不等于应付。应付的费用将来基本都会支付，预提的风险准备将来不一定发生，很可能不发生，没发生的将来会冲回来，冲回来就是利润。所以，通过预提可以“虚增”当期的成本和费用，减少当期账面利润。会计准则不反对预提，审计也不会太认真，因为这体现谨慎的原则，但这给管理层“故意谨慎”“过分谨慎”留下了操作空间。都有哪些风险准备金可以预提呢？通常，有应收账款的可以预提坏账准备，有存货的可以预提存货跌价准备，有保修期的可以预提质量保证金，有渠道返利政策的可以预提渠道返利。具体预提的比例，1%、5%、10%、20%、50%都有可能，只要能说服审计。

（3）折旧和摊销，是采用加速法还是直线法。一般涉及厂房机器的折旧和知识产权等无形资产的摊销，采用直线法有利于增加近期利润，采用加速法有利于减少近期利润。

（4）投资物业是成本入账还是按公允价值重估。比如，在计算你的家庭净资产时，用于出租的房子的价值是按买入成本算，还是按市场价算，或者按租金的某个倍数算，差别很大。

（5）费用是否资本化。前文讲过，房地产企业的融资利息、制造企业的开发费用，都有是否资本化的选项。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

需要说明的是，在规则允许的范围内“调控”利润，不属于会计造假。会计造假性质很严重，虚增收入、假发票等，那可是犯法的。另外，隐藏利润并不能延迟纳税，因为税务局都很清楚公司藏利润的手段，税该交多少是不会少的。

作为专业投资者，一项基本技能就是识别企业隐藏利润或透支利润的行为，并能大体还原出真实的利润，以真实的利润而非账面被处理过的利润作为预测未来、评估内在价值的依据。当然，这项技能需要以扎实的会计基本功为基础，而这恰好是我的强项。我特别喜欢投资主动隐藏利润的公司，一是因为只有好公司才有资格隐藏利润，比如我在华为终端公司就常干这事儿；二是因为这些公司隐藏利润的行为有时会被市场忽略，我能提前看出来，投资的胜算就非常大了。

早在2011年下半年和2012年上半年自学准备CFA考试的时候，我就选择了一家A股上市公司宇通客车（600066）作为辅助案例，将所学知识运用其中。宇通客车的净资产收益率长期保持在20%以上，客车行业市场份额连续多年世界第一。我很快注意到，从1997年上市起，宇通客车的账面净利润竟然能连续15年保持增长，从来没下降过，而客车行业本身是个周期性比较明显的行业。经过长期跟踪发现，宇通客车是个藏利润的高手，各种手段混合使用。

2012年8月22日，我在东方财富网的股吧发表了一篇文章，标题为《揭秘宇通客车是如何把81%的业绩增长做低到34%的》，署名是“以正合以奇胜”。文章列举了宇通客车采用的5种“推迟利润”的手段，本书仅举其中一例。宇通客车前几年曾向当地政府购置两块土地用于建设新能源客车工厂，并交了8亿元押金，后来新厂另外选址，这两块地归还给政府，但8亿元土地款尚未退回。2012年一季度，宇通客车将这8亿元由“押金”转为“其他应收款”。这样操作的好处是，按照会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

计政策，一年内的其他应收款可以计提5%的坏账准备，即4000万元。宇通客车一举就隐藏了大约3500万元的税后净利润，而当季度报出的净利润总额才2.41亿元，占比不小。后来2013年初，由于这笔其他应收款满一年不满两年，宇通客车又按规则追加计提了5%即4000万元的坏账准备，累计达到8000万元。其实，政府的欠款，怎么可能坏账呢？2013年，由于行业很不景气，宇通客车前3个季度净利润出现了负增长，于是，宇通客车在4季度要回了这8亿元其他应收款，冲回了8000万元的净利润，使全年净利润实现了18%的正增长。

在正式开始职业投资生涯后，整个2013年和2014年，格力电器都是我的第一重仓股。面对市场上关于“家电行业遇到天花板”的共识，我不以为然，因为我率先发现了一个不为人知的秘密——格力电器通过“预提渠道返利”隐藏起巨额利润。这项藏利润行动其实从2012年就开始了，到2013年引起我的高度关注，到2014年基本确认无疑。

原来，从2012年开始，空调行业量价齐升，铜等主要原材料价格大幅下降，行业价格战又熄火了，剪刀差导致全行业毛利率明显回升。2012年全年，格力电器实现营业收入1000亿元，同比增长20%，账面净利润74亿元，同比增长41%。但在2013年2季度，我从格力电器年报中发现，预提渠道返利以异常的比例增长，以我的经验立即意识到这很可能是一种藏利润的手段，并估算此举至少隐藏了20亿元的净利润，这意味着格力当年的真实净利润应该接近100亿元，而当时的市值只有700多亿元。

2013年，空调行业景气度空前，格力电器实现营业收入1200亿元，同比增长20%，账面净利润继续大增47%至109亿元，大超市场预期。但资本市场仍然普遍认为，格力电器业绩连续高增长，已经好得不能再好了，盛极恐怕会走向衰落，因此始终拒绝给予较高估值。而我于2014年4月底看到年报中预提渠道返利余额竟然同比又增长了一倍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后，掐指一算，起码有相对于税后六七十亿元的净利润被隐藏起来，这意味着格力电器的真实净利润已经超过170亿元。而当时仅仅八九百亿元的市值对应的真实静态市盈率只有5倍！即便未来几年空调市场空间真的遭遇天花板，格力电器只要把真实净利润充分释放出来，都足以继续保持不错的净利润速度，股价都将不得不被业绩倒逼着往上涨，这样稳赢的机会岂能释手？价值投资与投机最大的区别就是稳赢和有可能赢。格力电器后面的故事我就不“剧透”了，有兴趣的读者可以自行查阅公开信息。

2014年8月27日清晨，刚刚看完恒大地产中期报告，我就在《恒大地产2014年中报业绩独家点评（1）——归母净利增速被大幅低估》一文中首次指出：永续债导致当期归母净利润被低估。“收入、净利润、核心净利润等指标都有40%~50%的增速，为何归母净利润增速才13.6%？因为划拨了18.8亿元利润给永续债投资人。如果2014年中报还原这18.8亿元，归母净利润增速也在40%以上。但是请注意，所有永续债对应的北京、上海、南京等项目都没开始结算，最快也是明年或者后年，即销售收入还没进报表，但永续债利息已经提前从归母净利润里扣出去了。等将来这些项目竣工结算时，就不会再扣了，报表表现为归母净利润比正常多出18.8亿元，因此恒大地产的未来利润增速会很可观。”文章进一步阐述：“使用永续债工具拿地，跟使用股权合作相比，或者跟信托借债拿地相比，降低了项目前期的归母净利润，但会在后期补回来。”

2015年3月31日，恒大地产2014年年度业绩出炉后，我在《“外行”报告绝不会告诉你的真相——恒大地产“藏”了100亿元归属上市公司股东核心净利润》一文中再次指出：“恒大地产2013年和2014

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年‘隐藏’了50亿元归属上市公司股东净利润，并且2015年还将再‘隐藏’50亿元。而这100亿元，将在2016年和2017年释放出来。”

为什么永续债能藏利润呢？让我们通过模拟一个房地产开发项目来揭开秘密。假设有一个一线城市的房地产开发项目：2013年初拿地，地价20亿元；工期近3年，建安成本5亿元；2014年中开盘售罄，销售额共40亿元；2015年底完成交楼，结转营业收入40亿元；销售及管理费用每年1亿元，合计3亿元。在上述共同的项目背景下，我们设计出以下3种不同情形，区别只在于项目拿地资金的来源。为了简化，本模型假设地价款100%外部融资，现实中，开发商往往自己出资一部分。

情形1：假设开发商全部通过借债拿地，借20亿元信托，2年期，利率为10%。2年内合计产生4亿元利息，按会计准则，可以全部资本化，于2015年底与项目营业收入、土地成本和建安成本一起结转。这种情形下，2013年至2015年项目的损益表如表13.7所示。

项目	2013年	2014年	2015年	项目小计
营业收入			40	40
地价			-20	-20
建安成本			-5	-5
信托资本化利息			-4	-4
销售及管理费用	-1	-1	-1	-3
税前利润	-1	-1	10	8
所得税	0	0	-2	-2
净利润	-1	-1	8	6
归母净利润	-1	-1	8	6

情形2：假设开发商使用永续债拿地，规模也是20亿元，2年期，利率同样为10%。2年内合计产生4亿元利息，按会计准则，永续债利息不能资本化，必须在发生当年从税后净利润中扣除。这种情形下，2013年至2015年项目的损益表如表13.8所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目	2013年	2014年	2015年	项目小计
营业收入			40	40
地价			−20	−20
建安成本			−5	−5
销售及管理费用	−1	−1	−1	−3
税前利润	−1	−1	14	12
所得税	0	0	−3	−3
净利润	−1	−1	11	9
永续债持有人利润	2	2	0	4
归母净利润	−3	−3	11	5

情形3：假设开发商通过股权合作拿地，地价由合作方出资20亿元，这样项目没有资本化利息。开发商负责运营资本和项目操盘，经过激烈的讨价还价，双方约定合作方占60%股份，开发商占40%。这种情形下，2013年至2015年项目的损益表如表13.9所示。

项目	2013年	2014年	2015年	项目小计
营业收入			40	40
地价			−20	−20
建安成本			−5	−5
销售及管理费用	−1	−1	−1	−3
税前利润	−1	−1	14	12
所得税	0	0	−3	−3
净利润	−1	−1	11	9
合作股东利润	−0.6	−0.6	6.6	5.4
归母净利润	−0.4	−0.4	4.4	3.6

我们把3种情形下的归母净利润放在一起对比，如表13.10所示，就会发现3种模式各有优缺点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项目	2013年	2014年	2015年	项目小计
信托借款拿地	-1	-1	8	6
永续债拿地	-3	-3	11	5
股权合作拿地	-0.4	-0.4	4.4	3.6

第一，从项目利润总额瓜分角度来看，信托借款模式对开发商股东最有利，分得的净利润最多，即6亿元，信托债权人税前分走4亿元；永续债模式，开发商股东相比少赚了1亿元，只有5亿元，原因是永续债持有人在税后分走4亿元，项目多缴了1亿元所得税；股权合作模式，也是要比信托借款模式多缴1亿元的所得税，由于开发商股东股权比例仅占40%，税后净利润9亿元中只能分到3.6亿元，合作股东分走5.4亿元。这3种情形的结果是比较接近实际的，因此，现实中，开发商其实最喜欢的就是信托借款拿地模式，能使开发商股东长期利润最大化，而股权合作的成本是最高的，永续债模式介于两者之间。

第二，从前两年归母净利润角度来看，股权合作拿地是短期最优的，因为项目前两年的账面亏损合作方股东可以分担一部分，开发商股东前两年每年只分担亏损0.4亿元；信托借款拿地模式，前两年的亏损只能由开发商股东自己承担，每年亏1亿元；而永续债拿地模式，前两年开发商股东相对是最惨的，项目亏损的情况下，永续债债权人还要从税后利润中提前拿走利息，导致开发商股东每年巨亏3亿元。

第三，从第三年（项目结算收入年）归母净利润角度来看，永续债模式苦尽甘来，归母净利润爆棚，高达11亿元；股权合作拿地模式最少，只有4.4亿元；信托借款模式居中，8亿元。这就是我所发现的秘密——永续债能够藏利润——把前两年的利润推迟到第三年以后。

2015年3月底，我的判断是：2013年和2014年恒大地产的永续债持有人预支了50亿元净利润，2015年还将再预支50亿元，合计100亿元，将在2016年和2017年释放出来。后来，在2013年下半年至2014年上半年通过永续债拿地的首批项目中，只有北京恒大城的教师福利房项目在2016年下半年实现交楼，其余大部分项目都从2017年开始分期交楼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结算，使得永续债项目的利润回吐实际上是从2017年开始的。而且由于2016年恒大继续扩大永续债使用规模，使得2016年永续债又预支了106亿元利润，导致当年恒大的归母净利润下降过半，只有区区51亿元。

不难推断，在多个项目同时使用永续债的情况下，虽然交楼项目和新上马项目会有抵消，但当永续债总规模仍在膨胀时，在损益表上仍会表现为“预支”利润，仍然会压低归母净利润。只有当永续债余额转入下降后，才会“回吐”利润，使归母净利润超常规增长。

2017年3月底，许家印在年度业绩发布会上宣布中国恒大将从追求规模转型到追求“规模＋效益”，即开始追求效益，并将全部提前赎回永续债。他满脸歉意地说：“去年永续债分的利润比较多，让各位股东受委屈了。”会后新闻媒体敏锐地捕捉到许家印愧疚的表情并加以渲染。而台下的我却会心一笑，提前赎回永续债叠加永续债项目进入交楼结算期，意味着前3年“藏”的200多亿元利润将在未来3年内释放出来。

2017年，中国恒大归母净利润244亿元，是前一年的近5倍；归母核心净利润310亿元，是上一年的近4倍。无论哪种口径，都把所有投行地产分析师曾经预测的最高纪录远远抛在身后。2018年，中国恒大归母净利润374亿元，归母核心净利润487亿元，分别增长53%和57%。当然，利润高增长的首要原因是营业收入和毛利率的大幅增长，其次才是永续债造成的利润后置。

我应该是资本市场里最早发现这一秘密的投资者，甚至连恒大投资者关系部的员工还是通过看我的帖子才意识到这一点的。经过我连续几年在雪球或者业绩发布会上对永续债推迟利润这件事的宣传，部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

分思想开放的投资者看懂了，因此对永续债及恒大地产的价值的看法发生了重大改变。但从各大投行历次研报中对中国恒大2017年、2018年的利润预测中可以看出，所有地产分析师都没有认识到这一点，或者不愿意接受这一点。作为专业地产分析师，精力不放在挖掘企业内在价值上，却不遗余力地强调风险，压低目标价，怂恿投资者做空，甚至配合衍生品业务“割韭菜”，这令人遗憾。

我在2015年3月31日发的帖子《解密外资投行如何用双重标准写恒大地产报告》中指出：外资投行在计算净负债率时，把永续债当债来算；在计算归母核心净利润时，又把永续债当股来看待，不拨回预支的净利润。“但我告诉大家，这两大‘罪名’是不能同时成立的。而外资投行们巧妙地利用双重标准，‘主客场双杀’恒大。”

在2018年中国恒大中期业绩发布会上，夏海钧博士解释了中国恒大为什么会利润爆发，其中一条就是前几年永续债提前拿走了一部分利润，现在不用拿了。夏博士指着人群中的我说：“他，早就知道。”

在A股、港股的知名企业中，要论派息慷慨、分红收益率高，非中国恒大（HK.03333）莫属。要论回购自家股票谁最猛？也没有一家可以望中国恒大之项背。我们先来看一下恒大的历史派息记录，见表13.11。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年份	归母净利润/亿元	派息总额/亿元	每股盈利/元	每股派息/元	派息比例	年末股价/港元
2009年	10.5	1.0	0.074	0.007	9.5%	4.29
2010年	75.9	19.0	0.506	0.127	25.1%	3.78
2011年	113.8	28.4	0.761	0.190	25.0%	3.22
2012年	91.7	21.4	0.613	0.143	23.3%	4.25
2013年	126.1	68.7	0.789	0.430	54.5%	2.96
2014年	126.0	63.4	0.854	0.430	50.4%	3.14
2015年	104.6	55.7	0.713	0.380	53.3%	6.82
2016年	50.9	25.5	0.377	0.189	50.0%	4.83
2017年	243.7	121.9	1.848	0.924	50.0%	26.95
合计	943.2	405.0	6.535	2.819	42.9%	

我们看到，2009年上市以来，中国恒大累计实现归上市公司股东净利润943.2亿元，累计现金分红405.0亿元，平均分红比例为42.9%。其中，2010年到2012年的派息政策是归母净利润的25%，因汇率波动有所偏差；2013年意外调高到54.5%；2014年起开始稳定执行50%的派息政策，其中2016年与2017年的分红因受深深房重组影响而推迟到2018年10月补发。如果你在2013年10月以前，以3.00港元/股左右买到1股，持有5年到2018年10月，仅靠分红就几乎收回全部成本。试问，在你所知道的知名企业股票中，还能找到第二家5年分红收回票价的股票吗？

我们再看一下中国恒大历年的增发和回购记录，见表13.12。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时间	发行新股/亿股	回购股份/亿股	均价/港元	融资金额/亿港元	回购金额/亿港元
2009年11月IPO	10		3.50	35.0	
2013年1月	10		4.35	43.5	
2014年1至2月		16	3.31		53.0
2015年5月	8.2		5.67	46.5	
2015年7月		11.5	4.76		54.7
2015年10至11月		5.9	6.15		36.0
2015年年底		3.2	6.51		20.5
2017年4月		7.2	8.30		60.0
2018年7月		1.6	20.94		33.6
股权激励行权累计	8.5		1.50	12.8	
合计	36.7	45.4		137.8	257.8

在2009年11月上市前，恒大地产大约有140亿股老股，IPO发行了10亿股新股，使总股数达到150亿股。此后分别于2013年1月和2015年5月两次定向配股增发，合计新增18.2亿股。此外，历年累计股权激励行权大约8.5亿股，平均行权价大约1.5港元／股。IPO、增发、行权合计，总共发行了大约36.7亿股新股。而到2019年4月底，中国恒大的总股数为131.3亿股，比上市前还少了8.7亿股，这是因为公司历年总计回购了45.4亿股。从金额上看，增发新股总计从资本市场上募集了137.8亿港元，而回购股份总共耗资257.8亿港元，不算分红，仅回购就接近募资总额的两倍，这在内地和香港的股市恐怕绝无仅有。

人人都说恒大缺钱，非常缺钱，证据是常年债台高筑、越筑越高，而借债利率时不时超过12%，还曾为了融资区区40几亿港元不惜折价18%也要配股……但为何恒大又比谁都慷慨地分红，比谁都大手笔地回购自家股票呢？恒大这些“反常”的举动经常引发资本市场的强烈质疑，有人理性地指出高分红和大手笔回购股票会消耗现金、降低账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

面净资产、推高净负债率，弊大于利，有人则阴暗地怀疑恒大高分红是为了许家印的个人利益。

2015年5月29日，雪球上一篇题为《恒大地产大额分红＋配股背后的玄机解读》的文章观点颇具代表性。当天正值恒大地产发生配股事故、股价暴跌20%多的微妙时刻，此文获得了巨量的点击和转发。该文作者措辞激烈，主要观点为：恒大配股是为了筹集资金分红；分红大部分会落入许家印个人口袋；许家印个人不参与折价配股说明他并不认可公司的价值；高分红加配股相当于变相减持，还不用承担减持的骂名。由此推断，许家印是要尽可能从上市公司回笼资金转投个人其他产业。文章结尾提问："面对这样一家公司，连大股东都开始抽身了，你还敢随便玩吗？"我看到此文后，认为作者是典型的呆会计，在完全脱离业务实际的情况下，以阴谋论揣测恒大管理层配股和分红的动机。次日周六，我专门在雪球上撰文驳斥。

恒大为什么要大量发债？前文已经反复讲过，在中国不出现重大金融危机的前提下，在房地产"白银时代"，具有全面压倒性竞争优势的龙头地产开发商，可以轻松取得20%以上的项目全投资内部回报率，因此只要多借钱就能多拿地、多赚钱，或者只要多拿地，就能多借钱、多赚钱。这是强烈看好国运的恒大、融创、碧桂园等民营开发商大量举债的根本动机，也是他们超越同行、迅速做大做强的根本原因，而不是呆会计们想象的，借新债是为了还旧债、庞氏骗局、债务越滚越大。事实上，就在2015年2季度，许家印在公司内部下令48天上马100个新项目，大举融资就是为这些新项目筹备"粮草"。

恒大为什么要配股？前文也已经讲过，如果只发债不配股，账面资产负债率和净负债率都会过于高企，会吓坏资本市场的呆会计们，引发不必要的负面舆论；而少量配股，可以有效缓解负债率压力，改善企业信用评级，更有利于以较低成本发债。事实上，2015年，恒大地产在折价18%配股40多亿港元后，在国内成功发行了近500亿元的低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

息企业债。而呆会计们却无视拿地100块等事实，想当然地认为配股的目的是分红，分红的目的是大股东变相减持抽身。

恒大为什么要高分红？任何企业，合法经营获利之后对股东分红天经地义，分红比例高低由董事会、股东大会根据公司实际情况决定，只要不影响公司正常经营就无可厚非。就恒大而言，整个业务链条是配股融资、发债融资、融资用于拿地和开发，然后销售回款、交楼确认利润，利润的一定比例用于分红，但呆会计们却断章取义，省略一切中间环节，直接把配股融资和分红连接在一起，非常可笑。事实上，2015年恒大配股、发债新拿的土地，要到2018年以后才能陆续交楼确认利润，并最早从2019年起给股东们兑现分红；而2015年恒大股东拿到的分红，其实是2011年甚至以前投资所取得的回报。

有人会问，恒大当时正处于大发展时期，不分红、少分红，集中资金用于拿地开发岂不是更好？这种说法不无道理，但要具体问题具体分析。首先，不分红是不合适的，2013年恒大地产那次暂缓分红已经招致部分小股东强烈抗议，而且地产企业的分红本来就已经滞后投资至少4年。其次，对于我这样的小股东而言，2015年时的高分红绝对比象征性的低分红更加有利，因为当时我认为恒大地产的股价极其低估，用现金分红买股票再投资远比企业拿这笔钱去买地开发更加划算，而且，相对于恒大地产当时几千亿元的债务，区区60亿元的分红只是杯水车薪。

关于分红，再多说一句。从第十二章第四节的多项目地产企业财务模型中我们已经看到，当地产商的销售额增速放缓并接近天花板后，净经营现金流将发生井喷，这意味着将来任何一家地产商，从容净还债之余，把净利润的50%拿出来分红都没有丝毫压力。中国恒大只不过提前几年开始高比例分红而已。

恒大为什么要大笔回购？很显然，管理层认为自家的股票太便宜了，就算是高息借债回购注销都非常划算，这笔生意的年化收益率甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

至高于优质地产开发项目的自有资金内部收益率。正因如此，许家印手头上一旦有了闲钱，哪怕都是借来的，也会毫不犹豫、不计成本、近乎决绝地回购股票。呆会计们以前当然不会认同这一点，因为当时在他们眼里，恒大的股票根本就是高估的，直到后来股价涨起来他们才不得不承认当初的回购实在是太划算了。其实无论是大比例分红还是大手笔回购，受益最大的的确都是大股东许家印自己，不过，就每一股股票来说，长线小股东们赚得并不比许老板少。

同样的企业、同样的事件、同样的公开信息，在空头和呆会计眼里，会被认为匪夷所思、不可理喻，其中必有阴谋，而在既懂业务又懂会计的投资者眼里，则顺理成章、天经地义，是光明正大的阳谋。这正是资本市场的魅力所在，买卖双方，擦肩而过，互骂傻瓜。谁对谁错，只能由时间来检验，日久见真相。时至今日，不知过去数年恶意揣度、无情诋毁过许家印和恒大的人，是否会有一丝惭愧？亦或是还在继续阴暗揣度？

当然，就算恒大这些年的确被资本市场所错杀，也绝不代表投资者就应该放弃警惕、不去质疑、只以善意揣度上市公司和管理层，如果这样，你很快就会被市场无情淘汰。本书只是建议投资者深入理解企业的生意，不做呆会计，这样才能更好地辨明真相、去伪存真，把握市场上难得一见的错杀机会。其实，唱空者对恒大的很多误解、错判绝大多数并非出于恶意，只是因为市场上确实存在太多大股东掏空上市公司的真实案例，而这些人又身为地产股呆会计而不自知罢了。因此，本书在引用并批判一些呆会计的观点时，都本着对事不对人的态度，全部使用化名。事实上，凡是被我引用观点的投资者，本身都是投资水平相当高的大V，都有自己擅长的能力圈，只是曾经不大懂地产股而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十四章　恒大地产何以后来居上

一、规模制胜：高负债、高杠杆、高周转

（一）没有规模迟早会被淘汰

就房地产行业而言，规模是一切竞争优势的基础，没有规模就没有一切。有了规模优势，往往就会在卖房时相对于中小竞争对手拥有一定的品牌溢价，在采购时因为订单大、议价能力强而获取一定的成本优势，在拿地时有机会与地方政府独家洽谈重大投资项目，从而获取价格较低的土地和其他优惠政策。既有品牌溢价又有成本优势，就能获得较高的毛利率，因为销售收入高，毛利总额就高，就有足够的资源用来吸引并留住行业内最优秀的人才，用来投资社会公益和慈善事业提升企业知名度和美誉度，甚至用来进行地产主业之外的战略布局。同样因为规模优势，经营困难的中小地产商会拿着项目主动找你合作，银行和其他金融机构会主动为你提供贷款。反之，如果没有规模，想拿地就只能去土地市场和几十家竞争对手拼抢，价高者得，供应商可能不重视你，银行可能不给你贷款，社会融资成本极高，留不住优秀人才，市场不好时降价促销客户都不一定敢买，怕你烂尾。

任何具有商业常识的企业家，都会清楚地知道，优胜劣汰、剩者为王是一切行业竞争到最后的必然结果。行业进入成熟期后，容不下太多玩家，企业要想不被淘汰，甚至成为百年老店，就必须在行业成长期内充分抓住机会，做大做强。中国房地产行业由于规模巨大，不会过于集中，可以容纳多家优秀企业并存，但在行业充分集中之后，全国还能剩下多少家房企，众说纷纭，有说几千家的，也有说几百家就够了的。鉴于2017年，部分银行曾拒绝给全国百强榜单之外的房企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

提供贷款，看起来，房企要想确保活下去，最起码要进入全国百强；要想活得比较滋润，就要进入全国30强；要想有话语权，则要进入全国10强，甚至5强。

知易行难，即便意识到规模的重要性，也可能因为能力不够、雄心不足、判断失误或者对中国经济发展信心不坚定而做不大，或者错失最佳发展机遇。几万家房地产企业中的大多数，进入这个行业只是想捞一把就走，并没有长远发展计划，即便想做大，也可能因为战略失当、经营不善、利益纷争等各种原因而失败。在有条件做大做强、管理比较不错的房企中，也不乏一些起步很早、10年前就做到几十亿、上百亿元规模的企业，过早放弃规模增长，偏安一隅，不思进取；还有一些企业原本在做到三五百亿元规模后就觉得挺安全了，直到最近几年才意识到三五百亿元可能连行业50强都保不住时，才重新提速上杠杆。

在中国房地产行业数万名企业掌门人中，许家印绝对是最重视规模的人，如果有“之一”，也是屈指可数的几个人之一。早在1997年创业之初，白手起家、只有20名员工的许家印就在西樵山会议上提出了“规模一流、品牌一流、团队一流”的恒大目标，并把规模一流放在了首位。要知道，1997年许家印开始创业时，不算那些国资背景的房企，王石的万科已经做了9年的房地产，杨国强的碧桂园、李思廉和张力的富力、孙宏斌的顺驰、王振华的新城、吴亚军的龙湖、宋卫平的绿城……也都已经起步了2~5年，有了一定积累。而许家印的恒大，当时一穷二白，生存都是问题，凭什么后来居上，要做到规模一流？

在2013年初的恒大集团内部年度大会上，许家印又豪迈地提出，到2020年，恒大要实现第二次大跨越，要实现在全球房地产行业内“规模最大、队伍最优、管理最好、文化最深、品牌最响”的“五个之最”蓝图，同样把规模放在首位。虽说从2010年起，在中国房地产行业销售排行榜上，除了万科一枝独秀外，恒大已经与绿地、保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

利、中海、万达等老牌龙头房企不相上下，共同组成第二梯队，但相对于其他几家同行来说，恒大无疑仍然底子最薄、实力最弱，如何才能再从第二梯队中脱颖而出并赶超老大万科呢？

到2016年，经过20年的不懈努力，中国恒大终于坐上房地产行业全球规模第一的宝座，实现了规模一流的目标。虽然行业规模老大只当了一年就拱手让出，但恒大仍然保持行业第一的总资产规模和行业第一的土地储备面积，并从2017年起成为行业净利润总额第一。问题是，恒大是如何做到这一切的？

（二）规模制胜战略和“三高一低”发展模式

在本书第十二章第一节中，我提到过一种企业管理仿真游戏。在读企业管理专业研究生期间，我花了很多时间和精力参加这类比赛，并取得了不错的成绩。在这类游戏中，所有玩家经营的“企业”的初始状况都是完全一样的，而无论是初赛、复赛还是决赛，面对不同的对手，我的团队总能脱颖而出，在比赛结束时数一数二。我们是如何做到的？奥秘就在于规模制胜的竞争战略和精细化的细节管理！

游戏的胜负取决于模拟企业的综合业绩表现，其中权重最大的指标就是累计利润。然而，凡是从一开始就片面追求短期利润的团队，往往都不是最后的赢家，因为游戏总共要进行五轮，这些企业到后面就后劲不足了。我的团队，在每场比赛的前三轮都会坚定不移地奉行规模制胜战略，因为只有规模领先了，取得了最多的营业收入和毛利，我们才能有更多的预算用于研发、广告、人员招聘和品质管理，从而在各个环节获得规模经济性，并在最后两轮取得全面压倒性的竞争优势和令竞争对手望尘莫及的丰厚利润。

但我们具体怎样做才能取得规模优势呢？答案是从第一轮起就最大限度地添置机器、扩充产能，为此不惜最大限度地融资贷款，把企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业的现金流绷到最紧，做到极致。不过，第一轮添置的机器在第三轮才能投入使用，为了从第二轮开始就最大限度地利用原有机器设备，必须将工厂从两班调整为三班，这就要求从第一轮就开始招募足够的工人，为达目的，工资必须开得足够有竞争力。产能扩张后，所有的营销政策都要配套跟上，确保将产能优势转化为市场份额的领先优势。其中，研发费用是必须从第一轮就开始超前加大投入的，以确保产品性能从第三轮开始取得领先，因为研发的成果有滞后性、累积性和不确定性。此外，还要始终保障在产品质量管理上的投入，控制次品率。总之，为了在比赛后期具备规模优势，我们必须在前三轮坚定不移地贯彻“高产能、高研发、高质量”等阶段性战略。

问题是，如果竞争对手也想到并采取同样的规模领先战略，又该如何克敌制胜呢？这时就要比拼哪个团队的管理细节做得好了，在这种游戏中，其实就是比谁的管理会计学得好。精通管理会计的队伍，能够从第一轮开始，就在保证产能、研发等战略投入的前提下，在每个经营环节都力争做出最优的决策，得到最高的投入产出比，避免不必要的浪费。比如第一轮，由于大家的产能都是一样的，你打价格战也没有意义，订单过多你供不上货。由于三种产品共用产能，而产能在游戏初期是资源瓶颈，这时在产品之间分配产能时就要追求单位产能贡献毛利额最大化。这时，最优的决策应该是：单位产能贡献毛利额最高的产品，降价多卖；单位产能贡献毛利率最低的产品，提价少卖。销量预测在游戏中至关重要，缺货和库存都是浪费，为此你要研究产品的价格弹性、性能弹性、广告弹性，并考虑竞争对手策略的影响。每一轮游戏，我们都会争取从细节管理中获取比竞争对手更多的贡献毛利。这会使得在前三轮中，尽管我们在产能、研发费用、品质管理、企业形象等战略领域比竞争对手投入更大，但我们的累计利润并不落后。待到游戏的最后两轮，我们就会凭借强大的竞争优势充分地释放利润，享受回报。如果在自身战略正确、管理精细的情况下，还能碰到旗鼓相当的顶尖对手，那谁夺冠主要就凭运气了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有趣的是，通过对恒大地产的长期跟踪，我发现恒大采取的竞争战略竟然与我在仿真游戏中的打法异曲同工。在公司发展的前20年，恒大集团坚定不移地以规模领先为首要目标，许家印团队将具体实现战略总结为“高负债、高杠杆、高周转、低成本”的“三高一低”发展模式。其中，高负债、高杠杆类似于游戏中的最大限度融资扩充产能，高周转、低成本则像游戏中的精细化管理，两相配合，使得在外人看起来“风雨飘摇”、一直像在“走钢丝”的恒大，除了在2008年的全球金融风暴中惊出一身冷汗外，其他时候其实游刃有余。本节主要谈“三高”，“一低”放在下一节讲。

（三）高负债：家印借钱，多多益善

在2019年3月的业绩发布会上，许家印教授坦承：“有那么多金融机构愿意借钱给你，为什么不借？利息高点儿有什么关系？我从来不关心利率，能借到钱就是成功。”在阅读本书第十一章到十三章之后，读者或许已经对地产商借债这件事有了不同以往的看法。在中国特殊的市场环境下，特别是龙头地产商，拿到价格合适的优质土地，就几乎等于赚到了钱。对于普遍20%以上的全投资内部回报率，借到利率15%以下的钱就能把自有资金回报率撬得更高，而且借债的成本无论怎样都低于股权融资的成本。因此，在2016年底之前，恒大地产始终奉行“高负债”的战略，最大限度地进行债务融资，能借多少钱就借多少钱，不计较利率高低，甚至在股价严重低估时还不顾已然高企的净负债率，用借来的钱悍然回购，增加负债降低股东权益，可谓无所不用其极。直到2016年底、2017年初，在已经确保规模一流难以撼动的情况下，恒大才开始引入战略投资者，并从“高负债、高杠杆、高周转、低成本”的“三高一低”模式向“低负债、低杠杆、高周转、低成本”的“三低一高”模式过渡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

每次恒大公开发债，都会引起投资者质疑：为什么恒大的借债成本远高于万科、中海等同行？其实道理很简单，因为恒大借的钱多。试想两个同样拥有100万元自有资金的人，一个人想借50万元，另一个人想借300万元，假如都能借到，谁的利息高？显然是后者。从另一个角度看，一个只有100万元自有资金的人能借到300万元，那也是本事，也说明你借钱是用来买优质资产了。现实中，净负债率越高的房企，标普、惠誉等评级机构就会给予越低的评级，评级低就意味着发债利率高。假如万科、中海也借与恒大相同数量的债，那它们的信用评级也会比现在低，借债成本必然大幅上升。反过来，在恒大将来逐步削减有息负债总额、大幅降低净负债率之后，信用评级必然会上升，借债成本也会呈下降趋势。

许家印经常挂在嘴边的一句话：“房地产企业借钱多不怕，关键看借钱干什么去了。借钱用于拿地，就没关系，因为土地是会升值的。”事后看，起码截至2017年前，中国的地价是长期大幅上涨的，恒大的土地储备也随之大幅升值并远远跑赢利息成本，借钱拿地的战略已经被证明是正确而划算的，而这一切都是建立在许家印和管理团队对中国经济强烈信心的基础上。同样对中国经济充满信心的还有碧桂园、融创中国等一批高速发展的民营地产商。当然，你也可以认为过去他们只是运气好，赌对了。其实，我们做价值投资的，都是在赌国运，祝福祖国繁荣昌盛！

（四）农村包围城市：高杠杆、高周转

杠杆，不只是债务杠杆，还有经营杠杆。中国商品房行业天生就自带一些杠杆，开发商无须选择就能享受福利，比如现行的预售制度，比如税收后置制度，都是经营杠杆。例如，在开盘售罄的情况下，开发商才支付了地价款和一部分工程建设款，就已经通过预售回笼了全部成本和利润。土地增值税在预售回款时只先预缴销售额的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1%，待到项目临近清盘时才统一清算，企业所得税更是在项目交楼确认利润后才缴纳。这些经营杠杆，都可以在企业不额外增加负债的情况下，使有限的自有资金周转得更快。

在第三章第一节里，我们讲过“高周转”模式。事实上，在中国房企销售额排行榜上，位居前列、排名不断攀升的，都是奉行高周转模式的地产商，包括万科、保利、恒大、碧桂园、融创等。但本节我们需要回答的问题是：同样是高周转，为什么这几年销售规模率先赶超万科的恰好是两家走农村包围城市道路、长期深耕三四线城市的恒大和碧桂园，而凡是跟随万科，以核心一二线城市为主的开发商，至今还无一能在年度销售额上超越万科?

答案是：相比一二线城市，三四线城市地产开发项目具有更高的杠杆和更快的周转速度，将高杠杆和高周转实现了完美的结合。

“房价 / 地价倍数”是一种经营杠杆，倍数越高，杠杆越大。通常，经济越发达、房价绝对值越高的城市，此项杠杆反而越低；房价相对越低的城市，这项杠杆反而越高。这是因为建安成本的弹性没有地价那么大。比如，5000元 / 平方米的高层住宅，由于建安成本至少2000多元 / 平方米，开发商要想有钱赚，倒推地价不能超过1000/平方米元，房价是地价的5倍以上；而单价5万元 / 平方米的房子，建安成本也花不了5000元 / 平方米，地价被竞拍到2.5万元 / 平方米以上还有利可图，房价不到地价的2倍。

我们知道，项目建安成本可以通过建筑商垫资、银行开发贷以及项目开盘后的销售回款等途径解决；而地价款，是不允许使用银行贷款的，只能靠开发商自有资金和信托等金融机构的配资，通常自有资金还不能低于配资方要求的比例。那么，在开发商自有资金成为瓶颈时，能否撬动更大的销售额就成为房企销售规模增长快慢的关键。假设房企自有资金只有15亿元，配资15亿元，如果在一线城市拿地，只够拿一块价值30亿元的土地，假设地价占房价的比例为50%，项目做完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

只能产生大约60亿元的销售额；而同样的自有资金15亿元、配资15亿元，在三四线城市拿地，可以在多个城市拿10块价值3亿元的土地，假设这些城市地价占房价的比例为15%，那这些项目总共可以产生高达200亿元的销售额。

不仅是高杠杆，三四线城市的地产项目还能实现比一二线城市更快的周转速度。上市后的几年里，对于绝大多数上马的新项目，许家印都要求从拿地到开盘的时间是6~8个月。2017年以后，碧桂园把快周转模式做到极致，要求拿地3~5个月开盘，8个月实现项目现金流转正。我们知道，在深圳等一二线发达城市，项目从开工到预售，最快也得一年半左右，即便开盘后去化更快，资金周转也很难快过三四线城市项目。这主要是因为，不同城市的预售证发放条件大不相同。以高层住宅为例，有的城市要求有地下室的盖完地上首层、无地下室的盖到四楼就能预售，有的城市要求地上盖到三分之二才能预售。一般来说，越发达的大城市，预售的要求越高，而对于绝大部分中小城市，完成地下部分施工就能卖楼。

作为从一线城市起家的开发商，恒大地产是最早意识到欠发达城市的高杠杆和高周转优势的，并先后两次在全行业内率先“下沉”。第一次是2006年，在从战投手中融到一笔启动资金后，恒大没有选择进入地价昂贵的一线城市和发达二线城市，而是在行业内率先下沉到十几个中西部省会城市的城乡接合部和个别东部省会、直辖市的远郊区，拿价格非常便宜的土地。第二次是2010年以后，已经上市的恒大地产在面临回归一二线城市还是抢占三四线城市的战略抉择时选择了后者，又在行业内率先大举下沉到当时商品房供不应求的三四线城市，两年时间迅速在上百个城市低价拿地，实现了“农村包围城市”。

其实，发达一二线城市土地竞争激烈，有时地价会贵过房价，快速开发销售往往无利可图，有时需要“捂”上一两年再开盘才有足够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的利润空间；而恒大在二三四线城市专拿无人竞争的低价地，只要产品做得好，快速开盘也会有正常的开发利润。万科之所以强调不拿地王，主要在一二线城市非核心地段拿地，也是为了避免拿地太贵影响周转速度。

另外一点，恒大实施的标准化运营战略也有助于项目快周转。所有楼盘都是几个模子刻出来的，在同一张设计图纸上微调，采用相同的物料，统一采购、统一配送，设计、施工的各个环节都有标准化的流程，实施起来速度自然更快。通常在拿地之前，包括设计、营销、投资、运营等各个专业人员的虚拟项目小组就已经对目标市场、客户、户型等进行了深入的分析，并对成本、利润、现金流做了初步预算，出具了项目可行性分析报告供决策者拍板。工程人员也早已准备就绪，一旦拍下土地，以最快速度进场施工，其他设计、策划、销售等部门也协同作战、齐头并进。反现很多一二线城市的开发商，拍地之前根本不知道自己能否中标，高价拍到地后才开始差异化设计，开工建设往往要等三个月到半年以后。

有必要说明的是，快周转不是不顾安全、牺牲品质、压缩工期，而是追求资金流动快，核心目标是尽快拿到预售证开盘，根本手段是要在预售条件宽松的地方拿地，然后才能通过多项工作并行处理来节约时间。从开工到竣工，恒大地产百米高层住宅的正常工期是两年半到三年，小高层工期可以做到两年到两年半，洋房、别墅的工期可以做到1~2年。至于2018年6月发生于上海奉贤的碧桂园在建的临时售楼处坍塌事故，则属偶然，引起了碧桂园高层的深刻自责和公司的全面整改。

综上所述，恒大和碧桂园正是因为选择了“农村包围城市”战略路径，完美地利用了三四线城市地价低、预售条件宽松的优势，以更高的杠杆和更快的周转，实现了在销售规模上对万科的赶超。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二、恒大地产的成本领先战略

上一节，我们分享了恒大集团如何通过高负债、高杠杆、高周转来实现规模制胜战略。但是，规模增长必须在获得合理利润的前提下才是健康、可持续的，没有利润的规模增长就是庞氏骗局。本节起，我们就来解读恒大是如何成长为行业利润之王的。

（一）竞争优势与“护城河”

“公司战略管理”是商学院重要的必修课，主要理论框架来自美国学者迈克尔·波特于20世纪80年代初写成的经典三部曲——《竞争战略》《竞争优势》以及《国家竞争优势》。“五力模型”“行业生命周期战略”“水平及垂直一体化战略”“多元化发展战略”“竞争对手分析”“三大通用战略”等分析框架和方法都为商界人士耳熟能详。

迈克尔·波特认为，企业为了获得长期竞争优势，从而取得长期超过市场平均水平的投资回报率，可以采用以下“三大通用战略”，即“成本领先战略”“差异化战略”“集中一点战略”。比如，行业领导者可以通过规模的绝对领先来不断巩固自己的低成本优势；行业挑战者和跟随者可以通过差异化战略，在某些方面持续投入，来使自己的产品有独特的卖点；而行业补缺者虽然实力弱小，但如能聚焦某个大企业不关注的狭小缝隙市场，做专做精，也是可以活得很滋润的。

事实上，价值投资者所津津乐道的“护城河”，与迈克尔·波特提出的“长期竞争优势”有颇多相似之处。所谓“护城河”，正是某种竞争对手难以复制的长期竞争优势，而低成本优势正是最常见的“护城河”，通过实施差异化战略培育出来的某些独特能力，是另

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一类“护城河”。不过，后来互联网时代所产生的诸如“网络效应、赢家通吃”这样的“护城河”，就超出迈克尔·波特当初的想象了。

许家印作为武汉科技大学兼职的管理学教授，肯定也熟悉上述理论。然而，理论只有应用于实践才有价值。那么，恒大管理团队采用了哪些竞争战略，形成了哪些竞争优势，才使得恒大在做大规模之后也能利润称王呢？

（二）毛利率才是最重要的盈利指标

净利润指标，包括净利润率和净利润总额，只能体现企业盈利能力的短期结果，而毛利率和毛利额才是决定企业长期盈利能力最重要的过程指标，因为毛利额才是企业真正可支配的“资源”，而毛利率又决定了毛利额。在毛利总额中，企业可以预算：多少钱用来支付企业短期必需的开支，比如行业平均水平的人员工资、广告费、研发费、办公费、财务费用；多少钱可以投入能让企业获得长期竞争优势的领域，比如超过行业平均水平的薪酬、研发费，用于提升企业品牌形象的公益投入；剩下的，才是纳税和利润。有时候，企业当期净利润不如预期未必是坏事，因为企业可能增加了有助于长期利润提升的开支；反之，当期净利润高于预期也未必是好事，可能企业只是削减了具有战略意义的费用预算。

每次拿到中国恒大的半年或全年业绩报告时，我第一个关心的指标就是毛利率。因为已售未结的总量是已知的，只是交楼时间不确定，当期能结算多少营业收入具有较大的弹性，但只要毛利率足够好，毛利总额就有保障，结算只是早晚的问题。如果毛利率显著低于预期，那就意味着企业真的损失了一部分毛利额，补不回来了。如果毛利率大幅提升、跑赢同业，则是一个非常积极的信号，企业要么可以多产生一些利润，要么可以多追加一些长期战略投入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对房地产开发企业而言，通常情况下，毛利额等于营业收入减去销售成本，而销售成本主要包括土地成本、建筑安装成本和资本化利息三大块。按我惯用的毛利口径，还要减去土地增值税和其他税金附加，由于这些税费不可控，这里不讨论。我们也不讨论一些靠长期囤地不建获得超高毛利率的中小型房企。一家龙头房企，要想长期获得行业领先的毛利率，就必须在土地成本、建筑安装成本、资本化利息三方面具有令大多数竞争对手难以复制的低成本优势。

具体到恒大，管理层在追求规模增长的前20年中，主要致力于在土地成本和建筑安装成本方面获得竞争优势，而对资本化利息这一块比较放任，这是因为高负债战略必然导致这块成本高于同行。不过在从“三高一低”模式向“三低一高”模式转变后，恒大的单位资本化利息成本有望下降。中国恒大2018年年报披露，当年实现交楼面积4971万平方米，对应交楼均价为9108元／平方米（不含增值税口径），平均销售成本为5751元／平方米。综合相关信息进一步估算，在恒大的销售成本中，土地成本、建筑安装成本、资本化利息成本的比重分别为30%、55%、15%。

本节我们首先看看过去恒大管理团队是如何谋求在建筑安装成本上获取长期低成本优势的，下一节我们再研究恒大是如何低成本获取土地的。

（三）建筑安装成本的领先战略

从1997年到2004年，恒大完成了企业原始资本积累，这段时间的主要策略是“小面积、低价格、低成本”，然而这些都算不上长期竞争战略。因为“小面积”只是阶段性的取巧，竞争对手想模仿很容易；“低价格”薄利多销有助于快速回笼资金，但企业长期发展还是需要合理利润的；“低成本”如果意味着低品质，是无法构筑品牌口碑的。不过，从2004年到2007年，许家印团队花了3年多时间，制定并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实施了一系列长期竞争战略，为随后进行的全国拓展打下了坚实的管理基础。

恒大实施的很多战略，如果仔细品味，会发现往往并非单一目的，而是一举多得。比如本书第一章提到，恒大从2004年开始探索并实施的“紧密型集团化管理模式”，以及“统一规划、统一招标、统一采购、统一配送”的标准化运营模式，就至少具有两方面好处：一是确保企业在快速扩张过程中可控、不出乱子，二是为了获取在建筑安装材料采购环节、项目规划设计环节的长期低成本优势。采购是容易滋生腐败的环节，恒大把采购权集中到总部，并通过“3+3”等制度设计最大限度地预防腐败，节约的腐败成本就会体现到毛利中。那个时候，虽然相对于体量数倍于自己的万科等少数龙头地产商，恒大在采购环节并无规模优势，但凭借“五指握拳”，恒大的采购订单还是能够引起供应商重视的。因此，相比大多数本地中小地产商，恒大的物料采购成本有明显优势。

随着销售规模的快速增长，恒大对单一同种物料的采购规模越来越大，成为行业第一，在物料采购上的低成本优势就会越来越突出。夏海钧博士经常举例说：“我们采购电梯，一个订单就是几千部，供应商能不给我们最优惠的价格吗？”许家印以前曾多次公开表示：“恒大是民生地产，我们不赚或者少赚老百姓的钱，我们的利润主要来自供应商的让利。”

恒大的采购成本优势也不一定都体现在价格上，也可以体现在付款账期上。在恒大追求规模高速增长、资金非常紧张的时期，供应商提供业内最长的延期付款期限，就是对恒大最大的支持。当然，这对供应商的资金实力要求非常高，也会导致一些实力不足的中小供应商叫苦不迭。如果因为资金周转困难，被迫拿着恒大提供的商业票据去市场上变现，往往要承担高达18%左右的贴现率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

战略合作，互惠互利，很多供应商多年来一路跟随恒大发展壮大，成为所在行业的龙头。恒大也非常注重与供应商战略合作伙伴关系的建设，每年都例行召开全球供应商峰会。在引入战略投资者时，许家印首先想到的就是多年来支持恒大的战略合作伙伴们。从2017年和2018年恒大年报上看出，战投资金获得的现金分红和利润回报还是相当丰厚的。

三、低价拿地战略

截至2018年末，不算旧改，恒大集团的土地储备达到3.03亿平方米，平均楼面地价仅1635元／平方米，相对于10 500元／平方米左右的销售均价显得非常便宜。而且，根据第三方评估机构世邦魏理仕的评估，这些土地储备的市值高达9758亿元，相比原值已经接近翻倍。事实上，恒大的低价拿地模式，先后经历了3个阶段的演进，技术含量越来越高，竞争对手越来越难以模仿。

（一）拿“没人要”的大块土地

第一阶段是2007年到2012年。根据上市后披露的数据，恒大地产从2009年到2012年每年的平均拿地成本依次为602元／平方米、648元／平方米、667元／平方米和1151元／平方米，而万科同期的拿地成本在2500元／平方米上下。在拿地面积上，恒大则数倍于主要竞争对手，特别是2010年和2011年为了抢占三四线城市，分别购买了5100万平方米和5300万平方米的土地储备，而当时一年的销售面积才1000万平方米上下。

在这段时间内，恒大地产的拿地成本不是相对低，而是绝对低，不是竞争对手不能学，而是人家压根不想学。因为恒大在省会城市主要拿城乡接合部、新开发区或者远郊区的地块，在地级市主要拿离市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中心有一定距离的新城、新区的土地。这些地段当时处于建设初期，人气不旺，想拿地就能拿到，没人跟你抢，而且可以大片大片地拿。不但地价便宜，还可以谈分期付款。用很多业内人士的话说，恒大当时地虽多，但都不值钱。

恒大后来总结这段历史时，自称“超前”进入省会城市、“超前”进入三线城市，是因为一两年之后，其他很多主流开发商也相继进入省会城市、进入地级市发展了。随着竞争的加剧和城镇化进程的推进，恒大抢先拿地的这些新城、新区、城乡接合部，人气越来越旺，土地出让价格也随之水涨船高。

恒大当初在这些区域拿地时，高瞻远瞩，普遍采取了一次性拿大片土地、分期开发的战略。例如，在2010年恒大地产新拿的65个项目中，有4个建筑面积超过200万平方米，13个建筑面积为100万~200万平方米，26个建筑面积为50万~100万平方米，19个建筑面积为20万~50万平方米，只有位于上海、舞阳、石家庄的3个项目不到20万平方米。在2011年上马的74个项目中，3个建筑面积为超过200万平方米，8个建筑面积为100万~200万平方米，33个建筑面积为50万~100万平方米，30个建筑面积为20万~50万平方米，7个建筑面积不到20万平方米的项目主要位于深圳、东莞及几个省会城市的市区。

这是什么概念呢？一栋30层高、两梯四户的塔楼，建筑面积一般为11 000~15 000平方米。比较小的“豆腐块”项目，通常由3~7座塔楼组成，建筑面积不到10万平方米。建筑面积20万平方米、由15座塔楼组成的项目就算中型项目了，这种项目通常会分两期开发。而建筑面积50万平方米的大型项目，大约包括40座塔楼。至于建筑面积150万平方米的特大项目，想象一下，100座塔楼林立，蔚为壮观。

恒大的这些大型项目，往往会分3~10期开发，开发周期长达5年甚至十几年。往往这些项目开发到一半时，周边新出让的土地价格就已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经比之前翻倍了。而恒大手中尚未开发完的土地，由于地价在拿地时就已经锁定，也就有了显著的相对低成本优势。

前些年，每逢业绩发布会，总有不接地气、不调研的分析师和投资者担忧地问许家印：“恒大这么多三四线土地该怎么处理？会不会烂在手上？”许家印十分不解地回答：“这些地都是无价之宝，为什么要处理？”而我在2013年初刚开始研究恒大时，就自驾调研项目了，深知许家印所言非虚。

有人会问，大片囤积土地不建不违法、违规吗？众所周知，有一些港资地产商和内地小型地产商，在一二线城市中心区拿到优质土地后，故意囤积不开发、缓开发，不参与价值创造，什么也不干，坐等土地升值，这种行为即便不违法违规也是应该谴责的。但恒大的做法，完全不是一回事。第一，恒大所拿的大片土地均位于原本不值钱、缺乏人气的新区，一时没有那么大的需求，即便一次全开发出来也不可能卖得出去，分期开发是必然。第二，恒大这些项目的一期总是拿到地就立即开发、6~8个月就预售，回笼了资金马上开始二期开发，只要卖得好，三期、四期接踵而来。第三，恒大项目的滚动开发，对所在地段的升值有积极、显著的贡献，而非坐享其成。第四，地方政府当初为招商引资，愿意大片出让土地，吸引大型开发商来整片开发，并在土地出让时，就明确了项目分期开发的计划，往往还同意地价款分期支付。第五，正是因为这些项目体量大，分摊基数大，恒大才得以实施普通住宅、豪宅配套的战略，从项目一期开始就自建配套设施。

还有人会疑惑，这么多土地闲置晒太阳，光利息成本就得有多少啊？这是个好问题。其实，对一线城市地价很高的土地，比如楼面价3万元／平方米，如果企业以10%的成本融资拿地，一年的资金成本都要3000元／平方米。但恒大的情况不同，恒大的很多大块土地楼面价不到1000元／平方米，即便一年利息10%，囤个5年，也不过500元／平方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

米，而同期房价都上涨几千元了。所以，恒大此种大项目分期开发战略的前提条件是：土地成本的绝对值要低，地价占项目售价的比例也要低，房价的轻微上涨就能覆盖利息成本。

当然，任何战略，都有侧重、有取舍、有利弊，很难十全十美。恒大背负海量土地储备，占用了大量资金，必然导致在同等销售规模下，有息负债总额和净负债率比同行更高，总资产周转速度偏低。虽然说恒大的“三高一低”发展模式中有“高周转”一项，但不得不承认，恒大项目的高周转，其实只是一期的高周转，二期、三期、四期的周转速度越来越慢。不过这样做的好处是，项目毛利率一期比一期高。而且手握大量低价土地储备的恒大，相对不惧房价、地价的周期性下降，因为仍然能以有利可图的价格卖楼。

相比而言，碧桂园早期在省会城市郊区和三四线城市也奉行大块拿地、分期开发的策略，但后来遇到了别墅好卖、高层滞销等问题，便主动调整了策略。在坚持深耕三四五六线城市、尽享高杠杆优势的同时，碧桂园后来只拿建筑面积20万平方米左右的中型项目，主要赚项目开发利润，少赚或不赚土地升值利润。这种策略大幅提升了单个项目和公司的周转速度，把快周转和高杠杆都做到了极致，销售额得以在基数很大的情况下继续高速增长，但销售毛利率就不可能太高。因此说，不同战略，并无绝对优劣之分，如何取舍，取决于管理层的喜好。

（二）“白银时代”的并购机会

2014年前后，房地产行业逐渐步入了“白银时代”。一个显著的市场特征是，不是谁拿块地都能赚到钱了。大量以前通过各种途径拿到地的小型开发商，纷纷谋求将手中的项目转卖给品牌开发商或者与之合作开发。因为如果他们自己开发，既无品牌，又控制不住成本，搞不好还会亏钱，与其这样还不如交给大开发商来操盘，自己直接分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

享利润，反而赚得更多。而这些项目的诱人之处在于，拿地时间很早，原始土地成本比后来土地市场一手招拍挂成交价低了一大截，其中的差价为合作双方提供了共赢的空间。

于是，近几年来，对于全国排名前列的品牌龙头开发商而言，集体获得了并购或合作开发这种低成本拿地的机遇，万科、保利、碧桂园、融创等大型品牌开发商无不趁机大快朵颐。恒大也进入了自己低价拿地的第二个阶段，每年二手拿地的数量甚至超过通过招拍挂一手拿地，其中最经典的案例是2015至2016年接手的那批新世界发展、华人置业、中渝置地等港商的优质大项目。与万科偏好股权合作获取二手地不同，恒大喜欢直接买断股权，因为万科有意控制负债，宁肯让利少数股东，而恒大则不惧高负债，追求股东回报最大化。

对于那些品牌不够响、行业排名不太靠前的中型开发商来说，这种主动找上门来的并购机会就少多了，这也体现出规模对于这个行业的重要性。为了维持公司发展，这些公司不得不在公开市场上高价竞价抢地。在这一背景下，房地产行业出现了市场集中度加速上升、强者更强的局面。不过，长远来看，这种大鱼吃小鱼的并购机会肯定会越来越少。过些年，小鱼被吃得差不多了，剩下的鲸鱼和鲨鱼就要面临正面竞争了。

超出资本市场预期的是，近些年来，很多本已体量巨大的开发商，还能“大象起舞”，在负债率并未显著提高的情况下，取得了相当快的销售规模增速，这是为什么呢？原来，“白银时代”中大量出现的并购及合作开发的机会，可以提供另外一种经营杠杆。举例来说，比如土地一级市场最新成交的楼面价高达3万元／平方米，而小开发商早期拿的地楼面价可能只有1万元／平方米，这种情况下，如果大开发商要收购这家小开发商的项目，比较公平的转让价格可能只有2万元／平方米，因为大开发商将来要补缴高昂的土地增值税。但对于大开发商来说，由于土地增值税几年后才清算，并购拿地与在一级市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

招拍挂拿地相比，初期还是节省了大笔资金，节省的资金就可以用来拿更多的地。而且由于面对面谈判不会像公开竞标那么冲动，如果可以比市场价更低的价格成交，或者分期付款，经营杠杆就会放得更大。除此之外，大开发商完全可以选择不并购，而通过股权合作或者明股实债的方式获得二手土地，这样做甚至都不用出钱就能拿到土地，虽然降低了权益销售比重，但不会增加债务压力。

值得一提的是，最近几年，融创中国的流量销售额突飞猛进，复合增速在前10名开发商中数一数二，有以下几个主要原因：第一，融创牢牢把握上述并购特别是合作开发的机遇大量拿地。由于融创产品定位偏向高端，有更大的价格空间，可以在并购优质地块时开出相对其他大开发商更优惠的条件，用孙宏斌自己的话来说："融创比较厚道，别人愿意找我们谈。"第二，融创敢于在2016至2017年，大举举债拿地，2017年年中的净负债率一度高达400%。第三，融创开始下沉三四线城市，逐步加大在这些城市的布局，并像碧桂园、恒大一样，享受了"房价／地价比"杠杆。

（三）"房地产+"协议圈地模式

如果说，政府推出一块土地，多家开发商竞相报价，价高者得是拿地的最低境界，那么，凭借某项独门绝技，被多家地方政府竞相邀请前去投资并开出各种优惠条件，就是拿地的最高境界了。从学术角度讲，拿地模式体现着开发商在拿地环节的讨价还价能力，是波特"五力模型"中的一力。

国内较早做到独家协议拿地的是万达集团。在成功地做了几个万达广场项目后，后面的复制就越来越好做了。有了成功样本，很多地方政府都会主动邀请万达到当地投资建设万达广场。"万达广场，就是城市中心"这句广告语体现了万达广场对片区经济发展的带动作用。虽然在严格执行招拍挂制度之后，地方政府所有土地出让都要走

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

招拍挂流程，但仍然可以在招标文件上对投标企业的资质进行严格限制。最终，全国上百个万达广场都是独家投标，底价成交。由于万达广场的商业部分需要自持，会沉淀资金，影响周转，地方政府往往在万达广场旁边捆绑出让一定比例的住宅用地给万达作为补偿，成交价则会显著低于周边纯住宅项目的市场价。理想状况下，住宅部分获得的利润可以完全覆盖自持商业部分的成本，整个项目做完，万达可以净得一座万达广场。

后来，能做大型商业综合体的开发商越来越多，比较知名的品牌包括华润万象城、新城吾悦广场、中粮大悦城等，此外还有很多本土中小开发商也具备这样的能力，比如深圳本地龙头之一的鸿荣源，近两年的代表作壹方中心就做得相当不错。鸿荣源原本没有商业地产操盘能力，但房地产行业的人才是可以流动的，高薪引贤就可以了。近些年，一二线城市大型商业综合体的竞争越来越激烈，要想独家协议拿地，就只能去三四线城市寻找机会。

除了商业综合体，文化旅游综合体也适合上述拿地模式。华侨城和万达是这方面的先行者，而恒大则将其进一步升级。万达曾在全国布局十几个各具特色的文化旅游城，不过后来因资金周转问题大部分转让给了融创中国。

恒大能在文化旅游地产上异军突起，得益于管理团队超前的战略眼光。早在上市之前，恒大就开始了旅游地产的探索开发。上市前后，恒大地产的第一代旅游地产项目——金碧天下系列——在恒大总土地储备中占了大约20%。后来，恒大又开发了第二代旅游地产项目“海上系列”，其中的代表作是位于江苏南通的启东恒大海上威尼斯项目，这个项目至今运营得相当成功。再后来，号称总投资1600亿元的中国海南海花岛项目横空出世，其规划之宏伟、手笔之巨大震惊了全国乃至世界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

虽然海花岛要到2020年才能开业运营，但仅凭美轮美奂的效果图和如火如荼的工程进度，以及启东海上威尼斯的成功运营先例，就足以打动全国各地的地方政府。2017年至2018年，恒大以迅雷不及掩耳之势，在国内主要一二线城市郊区或周边地级市接壤处，一举布局了14个“恒大童世界”项目。这些童世界项目其实就是翻版的“小海花岛”，除了标配童世界主题乐园外，还因地制宜地选取了海花岛上的五国温泉城、婚礼庄园、现代博物馆群、会议中心、会展中心、万国美食街、商业街等标准化元素，每个项目总投资数百亿元。为了争夺这些优质、稀缺的特大型投资项目，各地方政府纷纷拿出优质地段并捆绑大片住宅用地作为筹码，项目总规划占地面积动辄上万亩，一期数千亩。这些位于或者紧邻一二线城市的优质住宅用地，土地成本仅500~2000元／平方米，而项目一期开盘就能卖到8000~13 000元／平方米。今后随着童世界乐园的陆续开业，必将带动地段价值飙升，这些项目后期土地储备的升值空间十分可观。

可以说，从2017年童世界全国复制开始，中国恒大低成本拿地的模式已经发展到第三阶段。如果说第一阶段——大片拿“没人要”的地——没有开发商愿意模仿，第二阶段——通过并购或股权合作拿地——龙头房企都可以做到的话，那么第三阶段——通过复制拳头产品“海花岛”大举圈一二线城市或周边优质土地——短期内就很难有其他开发商能够仿效了。

像海花岛这样可以比肩迪拜棕榈岛的超大手笔的旅游投资项目，在中国房地产行业是空前的。许家印早在七八年前就开始构思，经过五六年的建设，如今已经接近开业。就算有其他开发商想做出个类似的项目，单建一个样本就起码要花五六年，更别提全国复制了。而恒大能在海花岛开业之前，仅依靠图纸和在建工程就完成全国14个童世界的布局卡位，其战略设计实在令人拍案叫绝，其强大执行力实在令人叹为观止！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而恒大管理团队的奇思妙想还不仅如此。除了“房地产＋文化旅游”模式外，恒大从2014年就开始布局“房地产＋健康养老”模式。经过几年的探索和准备，恒大健康集团在具备了高端医院资源和人寿保险牌照后，于2017年正式推出了自己的拳头产品——恒大养生谷。养生谷精妙的战略构思、高超的资源整合、独特的产品设计，一举填补了中国养生养老领域的空白，很快打动了各地地方政府，并开始了全国复制。截至2018年底，全国已布局12个恒大养生谷，未来3年计划在全国50个以上的宜居城市布局。每个恒大养生谷项目同样配套大量优质低价住宅，为恒大集团增添了低成本土地储备。

除了标准化复制的童世界、养生谷之外，恒大还在一二线城市郊区或周边上马了数十个非标准化的大型文旅养生小镇项目，比如承德恒大长城小镇、宁波滨海旅游小镇、杭州恒大温泉小镇、无锡恒大花溪小镇、沈阳恒大绿荫小镇、唐山恒大桃花源小镇等。2019年开始，恒大旅游集团又推出了新产品“恒大水世界”——全室内、全天候的温泉水乐园，以及“恒大高科技农业小镇”。并开始在全国推广布局。所有这些大项目，都会配套大量优质、低价的住宅用地。

什么人在买海花岛、启东海上威尼斯、童世界、养生谷以及文旅小镇的房子？如果亲临售楼处现场不难发现，即便是童世界项目，大多数购房者都是一二线城市已经退休的老人或者离退休不远的中年人。中国人口统计数据显示，1962年至1973年是中国人口三大生育高峰期中最大的一个，这些人如今46~57岁，普遍享受了改革开放的红利，是目前中国最富裕的群体，通常已经购买过改善性住房，正在或即将考虑用于退休养老的第二居所。战略布局超前的恒大，显然已经瞄准了中国人口老龄化即将带来的巨大商机，另辟了一片蓝海。除此之外，中国核心一二线城市的外拓，轨道交通的延伸，也将助推这些小镇的土地长期升值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

综上所述，恒大地产已然在拿地环节构筑起不易复制的长期低成本竞争优势，将确保未来数年利润无忧。在2019年3月26日召开的中国恒大年度业绩发布会上，许家印自豪地说："凭借我们优质、低价的土地储备，不敢说10年，起码未来5年，恒大的各项经营指标不可能下降，除了净负债率。"

四、差异化战略

产品同质化的行业最怕供过于求，价格战将导致全行业亏损。但如果你的产品与众不同，能提供部分客户所需要的独特价值，就可能在这个细分市场上供不应求。

（一）普通住宅豪宅配套与精装修交楼

2013年以后，提到三四线城市，很多投资者都会有严重供过于求、库存大到10年都卖不完的印象，并把以三四线为主的项目布局作为看空恒大和碧桂园的一大理由，这是典型的第一层次思维。殊不知，与很多品牌房企下沉三四线城市后水土不服、铩羽而归不同，恒大和碧桂园在三四线城市始终如鱼得水。其实，在很多供过于求的制造业，也一样有能够长期获得20%以上的净资产收益率的好公司。

早在正式开始全国拓展之前，许家印就在思考恒大如何与新进入城市的本地开发商竞争的问题。作为一个当时名气还不大的外来品牌，恒大的产品如何才能与众不同，具有显著更高的性价比，打动当地消费者呢？许家印想出了两招。

第一招是普通住宅豪宅配套。在地价不高的二三四线城市，恒大楼盘都有一个中央大湖，欧式园林做得比公园还美。由于恒大集团全国项目标准化运营，统一设计、统一采购和配送，园林建造不但成本低廉，而且速度奇快。售楼处开放时，园林景观已经做好，令无数前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来看房者怦然心动。而当地中小开发商要想建一个类似的园林就很难了。我曾经和一位房地产业内的同学聊天，他告诉我，小开发商做园林缺乏经验，成本很高，有时买棵名贵树木都养不活。除了园林之外，恒大还开发了高级会所、恒大影城、运动中心、商业街等标准化模块，以及幼儿园、小学，根据不同项目的占地面积、周边配套而酌情配置，进一步提升了住宅的附加值。

第二招是全精装修交楼。由于精装修房对企业管理水平要求非常高，全国能做、敢做精装修房的主要是万科、恒大、保利、融创、碧桂园等大型品牌开发商。其中，只有恒大常年接近100%精装修交楼。早期在二线城市郊区和三四线城市，当地中小开发商完全没有精装修交楼的能力，普遍都是毛坯房交楼。这样，恒大的精装修交楼就成为最大差异化特色之一，对于那些不想自己装修的购房者来说，就几乎只能选恒大。特别是在毛坯房整体供过于求时，精装修房还可能供不应求。

在第一章第四节中我们提到过，精装修交楼对购房者有三大好处：一是装修款可以与购房款绑在一起做按揭，减轻购房者早期付款压力；二是开发商做精装修有显著的成本优势，如果这部分不赚钱或者少赚钱，房子在定价时就会有明显的性价比优势；三是购房者省时省力，环保，免受邻居装修打扰。此外，对开发商来说，做精装修房又是一个经营杠杆，可以在卖楼时就把装修款收上来，长时间无偿占用，提高项目资金周转率。不过，恒大100%精装修交楼，也意味着放弃了只愿自己装修的客户和一部分买完不住、等待升值赚差价的投机客。

在三四线城市住宅市场市场严重供过于求的时候，豪华配套和精装修交楼虽然未必能使恒大多赚钱，但能使相当一部分刚需客户在价格相当的情况下选择恒大的房子。于是，在其他竞争对手普遍滞销的时候，恒大的房子仍然卖得动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（二）全款分期政策

万科的目标客户主要是一二线城市收入较高但积蓄不多的年轻人，他们普遍会选择银行按揭供楼。而恒大在二三四线城市的目标客户中有很多是换房的中年人，有一定积蓄，如果房屋总价不高，是不需要使用银行按揭贷款的。此外，一二线城市已经有房的富裕客户在购买恒大的旅游地产项目时，有些人一时拿不出全款购房，但也不能、不便或者不愿使用银行按揭贷款。比如，在限贷的大环境下，把首套房按揭指标用在总价很低的旅游地产上并不划算。鉴于此，恒大为这部分客户量身定制了多种两年、三年分期付款的解决方案。为了促使购房者下决心，方案中的首笔付款的比例往往设得非常低。例如，一位上海有房的阿姨，在启东恒大海上威尼斯买一套100万元的房子，就完全不需要银行按揭贷款，也做不了。如果选择一次性付清，优惠价只需93万元。如果选择两年分期付款，可能首付只需4万元，以后8个季度每季度末支付12万元即可。

然而这种付款方式，对恒大销售回款、快速回笼资金不太有利。怎么办？恒大早已想好后续对策。数月后，阿姨开始分期付款，如果恒大这时有融资压力，想把这些应收分期付款提前变现，就会打电话跟这位阿姨商量，如果您能一次性付清剩余全款，我们可以给您额外再打93折。阿姨一听，哇！能省好几万呢，有能力的就答应了。对恒大来说，这些购房应收款变现的成本，只要低于发债等其他渠道的融资成本就是划算的。

（三）无理由退房政策

在许家印引入马云共同投资足球不久，或许是受了马云的启发，恒大于2015年4月15日召开新闻发布会，宣布自次日起，全国恒大所有楼盘住宅实施“无理由退房”。出人意料的是，直到今天，全行业无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一家企业效仿。虽然很少有购房者会因为可以无理由退房就冲动买房，但独家无理由退房还是可以成为恒大产品宣传上的一大独特亮点。

虽然有些退房者和网络水军指责恒大的无理由退房条件苛刻、退款到账时间长、只退购房款而税费及利息不退，但不管怎么说，这项权利是恒大赠送给购房者的，有总比没有好。而且就算电商购物有7天无理由退货条款，也是只退货款，退货产生的运费也得由消费者承担。

客观地说，无理由退房政策的实施，在无偿赠送购房者一个选择权外，对开发商自身是存在一定风险的。这项政策出台的当天，我就在雪球上发帖分析了4种可能出现的退房情形、发生概率及恒大可能的应对方案。

第一种情况是由于开发商的责任导致购房者极大不满，比如小区擅改规划，承诺的学区资格没有了，精装修质量太差，等等。以前，购房者只能维权，退房无门，现在，买恒大的房，起码可以在交楼前选择退房。为减少此种情况的发生，就要求恒大避免虚假宣传、严格兑现规划、确保产品质量。现实中，有些恒大业主不幸遇到了比较严重的精装修质量问题，但最终因为房价已经大幅上涨，还是选择维修而非退房。

第二种情况是因为购房者自身的原因退房，比如因家庭经济突然遇到困难，或因工作原因突然迁往其他城市，甚至是看中了其他更合适的房子，退此购彼。这种情况出现的概率很低，恒大直接退房即可。

第三种情况是因为个别城市房价大跌而发生某些项目大面积退房。理论上，如果在期房售出到交楼之间的这段时间里，一座城市的经济出了问题，导致房价大跌，类似前些年温州和鄂尔多斯发生过的情况，对购房者来说，退掉高价购买的期房，拿回现金或者另外低价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再买一套房，是理性而划算的选择。恒大无理由退房实施4年多来，这种现象还没有发生过。如果发生，恒大可以怎么应对？我当时设想的应对方案是：给这个城市所有高价购房被套的业主退还部分差价。比如，房子市场价从12 000元／平方米跌到9000元／平方米，那就直接给业主们退还3000元／平方米的差价，这样，相信绝大多数业主都会欣然接受，不再退房。即便有个别业主坚持要退，退就是了。其实，恒大敢于独家无理由退房的底气来自恒大的低成本优势，市场价很难降到连恒大都不赚钱的地步。因此这些项目即便按9000元／平方米卖，恒大可能也不会亏钱。另外，虽然恒大在个别城市可能蒙受数亿元甚至数十亿元的经济损失，但此类事件必会被全国媒体竞相宣传，结果是其他城市担心房价下跌迟疑不敢出手的刚需购房者们，很可能优先选购独家给出无理由退房承诺的恒大。倘能如此，恒大可能因祸得福，销量大增，失之桑榆，得之东隅。

当然，还有最后一种情况：全国经济硬着陆，发生严重的经济危机，全国房价普遍大跌。这种情况一旦发生，全国尚未收楼的恒大业主可能会大面积要求无理由退房。截至2018年底，恒大的已售未结算金额接近6000亿元，如果全部补偿25%差价，那就要1500亿元，如果不补偿差价，有半数业主要求退房，那就是3000亿元。恒大有没有能力兑现承诺？好在短期内这种极端系统性风险发生的概率还很小，中国政府始终在努力防范重大金融风险，全力避免宏观经济硬着陆。恒大敢于承诺无理由退房，其实也是相信党、相信政府、看好国运的表现。过几年，当恒大的净负债率降到行业平均水平以下时，恒大的抗风险能力应该比现在更强，也许两三千亿元的短期损失也是能扛住的。

此外，2017年起，香港新会计准则允许开发商在财务报表上提前确认一部分未交楼的营业收入，一些开发商因此受益，但恒大由于无理由退房协议的存在，不能提前确认这些收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（四）产品定位高端不是“护城河”

经常碰到一些住在一线城市高档豪宅中的投资者，批评碧桂园、恒大甚至万科的房子不上档次，表示自己不屑一顾。这些人头脑中一定缺少“产品定位”这根弦，他们应该也会批评上海大众、吉利的汽车不如奔驰、宝马。还有一些投资者想当然地认为定位高端市场的开发商会比定位中低端市场的开发商更赚钱，或者聚焦一二线城市的开发商比聚焦三四线城市的开发商更赚钱。但现实中不是这样，擅长开发三四线城市的恒大和碧桂园2018年的净利润总额都排名行业三甲，如果不出意外，他们将包揽2019和2020年行业核心净利润总额榜的前两名。

其实在商品房市场，由于消费者购买力的巨大差异，能买高品质豪宅的永远是少数，普通老百姓需要的是买得起、性价比高的房子。绿城、金茂、融创等开发商侧重高端需求的产品，就必须在发达城市最好的地段高价拿地，然后把产品做得很精致。而万科主要在一二线城市的普通地段拿地，自然就会以首次置业的年轻白领和首次改善的中产家庭为目标客户。碧桂园进入众多三四五六线城市，既为当地富裕家庭提供改善性住宅，也能满足一二线城市打工人群的返乡置业需求。

另外，开发商的城市布局不会一成不变，就像原本擅长开发三四线城市的恒大可以回归一二线城市，原本聚焦一二线城市的融创也可以下沉到三四线城市。同样，开发商的产品定位也不会一成不变，恒大在深圳核心地段的旧改项目也必然会做高端精品，融创在三线城市售价1万元／平方米左右的住宅项目也不可能按高端系列的标准打造。在房地产这个行业，人才是高度流动的，只要付高薪就能挖来合适的人做事情。比如，恒大海花岛项目就聘请了几十位世界级设计大师，不也设计得美轮美奂？因此，任何行业，产品的高端定位本身并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

非“护城河”，除非只有你一家能做，或者因为长期积累的用户口碑，使你不必付出更多的成本就能卖出更高的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十五章　多元协同还是多元恶化

一、社会公益与多元发展

（一）龙头民营房企应有的社会责任与时代担当

虽然说民营房地产龙头企业个个都是从几万家竞争者中脱颖而出的，其成功与企业家的战略眼光、企业的优秀管理、全体员工的努力奋斗分不开，但是仍然不应该认为钱都是自己赚的，想怎么花就怎么花，而应感恩时代、积极承担社会责任，把钱花在有助于中华民族伟大复兴的“刀刃”上。

之所以这么说，有以下几点原因。第一，没有国家的改革开放政策，没有中国经济持续的高速发展和财富积累，没有始于1998年的住房制度改革，就没有如此规模巨大、高速增长的商品房市场。第二，白手起家、能把企业迅速做大做强并脱颖而出的民营地产商，无不采用了高杠杆、高负债的经营模式。高杠杆的实施主要得益于国家实施的商品房预售制度，高负债则离不开银行及其他金融机构的大力支持。第三，中国商品房市场并非完全市场化，各级政府不断地通过“有形之手”加以调控，防患于未然，全力避免出现大的金融危机，在2008年全球金融风暴中还曾祭出“四万亿”大招积极救市。如果没有政府的保驾护航，民营开发商要么可能早已在剧烈的周期波动中折戟沉沙，要么可能根本就不敢采用高负债的发展模式，规模远不会像今天这么庞大。第四，放眼国内，在中国综合实力最强的一批龙头民营企业中，房地产行业占比颇高，其中一些头部企业在现在或不远的将来，凭借主业源源不断的利润和现金流，都有能力也有责任为中国经济转型升级做出更大贡献。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

正因如此，许家印经常挂在嘴边的“我的一切都是党给的、国家给的、社会给的”以及“饮水思源，回报社会”也绝非矫情，很可能是发自肺腑。

如何回报社会？恒大的方法有很多。通过项目开发带动片区经济发展和土地升值、创造大量就业及高额纳税，本来就是地产商的本分，而赈灾捐款、回报家乡和母校也是许多优秀企业家都能做到的。与众不同的是，恒大在振兴中国足球和精准扶贫两项难度很大的公益事业上，持续高额投入，做得有声有色、成效显著，成为表率和标杆，实在难能可贵。不仅如此，在中国经济转型升级的大背景下，恒大集团不畏艰险、迎难而上，投身高科技、大举杀入国家重点发展的新能源汽车领域，更体现了一家大型优秀民营企业的时代担当！

继恒大之后，近些年规模持续高速增长的碧桂园、融创中国等头部民营地产企业，都将陆续进入利润释放期。面对每年动辄数百亿元的高额利润，如何主动发挥自身优势，以恰当的方式为中国经济转型升级做出自己的贡献，我相信杨国强、孙宏斌等都已经开始考虑。

（二）恒大的多元发展是中国经济转型升级的缩影

每当有龙头房地产企业涉足其他跨界领域的新闻曝出，总会有部分新闻媒体和投资者产生“房地产行业要不行了，这些房企已经开始转型”的联想。而新闻主角事后总是澄清道：房地产行业很好，我们肯定会继续做下去。许家印在2019年3月的业绩发布会上特意纠正提问者：“恒大不是‘转型’，而是‘多元发展’。”在近些年进行多元化业务探索的过程中，许家印始终强调要夯实房地产主业这个基础。事实上，绝大多数被市场淘汰的中小地产商，的确都面临被迫转入其他行业的问题，只有在大浪淘沙中胜出的少数龙头房企才适用于“多元发展”的提法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

恒大的多元发展，是中国经济转型升级的缩影。精力旺盛的许家印，在坚定不移地做大做强房地产主业的同时，从很早就开始了多元化探索。早在2004年之前，恒大实业就曾尝试过钢铁、能源等业务。后来在2009年上市前后，随着内地文化体育产业的兴起，恒大先后买断了女排和足球俱乐部，还曾投资几千万元探索过影视、动漫、音乐等领域，高晓松还曾出任恒大音乐的掌门人。

“十八大”后，随着人民群众生活水平的日益提高，对食品安全的关注显著升级。恒大先后选择了长白山天然矿泉水、大兴安岭粮油、新西兰奶粉等高品质产品作为突破口，组建农牧集团，大举进军快消品行业。特别是在恒大冰泉的推广上，恒大不惜投入数十亿元广告费进行消费者教育，试图引领中国老百姓饮水升级。遗憾的是，欲速则不达，农牧集团没有完成许家印迅速做大的目标，最终还因规模与恒大集团的体量不匹配而被剥离出去。2014年到2017年，恒大地产主业销售规模仅用4年时间就从1000亿元爆发式增长到5000亿元，费了很大力气只能做几十亿元、上百亿元的恒大农牧就倍显鸡肋了。

随着十八届三中全会《决定》提出“积极发展混合所有制经济”，民营企业有机会参股国有企业。许家印和管理团队找到了一个与房地产行业规模相当的大行业——金融。组建大型金融控股集团，实现金融全牌照一时成为恒大集团多元发展的重点方向。从2015年起，恒大迅速布局，先后成为盛京银行第一大股东，收购了中新大东方人寿并更名恒大人寿，还获得了互联网金服等一系列金融牌照。与此同时，恒大还在文化旅游和健康养老两个万亿级大产业中进行积极探索和超前布局，并最终结合房地产主业，推出了“童世界”和“养生谷”两大拳头产品，一举成为两大产业的国内龙头企业。到2017年初，恒大集团已经成为“以民生地产为基础、以文旅和健康为两翼，以金融为龙头”的大型民营企业集团。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不过后来，政府为防范金融风险，不再鼓励民营企业走金融控股集团的发展道路，转而引导优势民营企业转型升级，投身“中国制造2025计划”。恒大集团又是率先响应，从2017年底开始，一方面尝试与中科院战略合作，一方面选择全球远期市场规模20万亿元的新能源汽车产业作为突破口，大举进军高科技产业。在随后一年多的时间里，恒大集团先后投资了300多亿元进行新能源汽车产业链相关布局。到2019年初，许家印公开宣布，恒大已经完成“以民生地产为基础、以文旅和健康为两翼，以新能源汽车为龙头”的多元化产业布局，几年内不再进入新的多元化领域。

经过多年的观察，我认为，在战略格局和资源整合上，恒大这家企业可谓出类拔萃，国内鲜有匹敌。如果以下围棋作比喻，其他企业大多偏重实地，计较一城一池，而恒大则大开大合，悄然构筑起一道浑厚的外势。看似不相干的闲棋冷子，最终竟能连成一片，相得益彰。比如，投资女排、请回郎平产生的影响力，成为接手广州足球的敲门砖；足球领域的好成绩，助力许家印当选了全国政协常委；全国政协常委的身份，使许家印被全国政协点将做精准扶贫示范，进而连续多年蝉联中华首善；精准扶贫用心做，使恒大对高科技农业进行了探索，并最终在全国推广恒大高科技农业小镇。再如，启东海上威尼斯项目的尝试，启发了许家印去海南填海造地建海花岛；海花岛的横空出世，使童世界乐园得以全国复制；童世界乐园所到之处，为恒大地产低成本拿地提供了谈判筹码。又如，把国际先进医疗资源引入国内的尝试，连同恒大人寿牌照的取得，共同催生了恒大养生谷。凡此种种，不胜枚举。

（三）如何看待企业多元化

保守的投资者普遍不喜欢多元化发展的企业。一方面，在他们的印象中，多元化就是不务正业，就是冒险，搞不好就会导致“多元恶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

化”；另一方面，由于资本市场普遍认为房地产行业已经是“夕阳行业”，对房地产企业的多元化探索表示可以理解，但却持有“不多元化是等死，多元化是找死”的悲观预期。对此，我不敢苟同。

2015年1月17日，我在雪球发了一篇短文《如何正确判断恒大多元化成功概率》。文中先用学校里的学霸来作比喻，虽然每门功课都不相同，都是“跨界”，但学霸是真实、普遍存在的。学霸或有过人天赋或勤奋专注，掌握了有效的学习方法，往往门门功课都很好，德智体美劳全面发展。而企业家中也是存在“学霸”的，由于掌握了“商道”而在多个行业中做得出类拔萃，比如李嘉诚。在世界五百强企业中，据说有80%是多元化经营的。

进一步，我从概率的角度阐述观点：“没有概率思维的人，看到一个企业多元化，就会把它放在一个‘全集’里去考量，成为学霸的概率非常低啊，全年级也不过一两个，各科都学很可能各科都学不好啊。”而有概率思维的人，怎么思考呢？“判断一个企业能否成为多元化的学霸，先深入了解这个企业的综合素质，是不是有天赋，是不是很勤奋，然后归为‘平庸企业子集’‘偏科企业子集’和‘后备学霸子集’。如果你看到一个平庸企业搞起了多元化，你大可判断它在‘找死’；而如果是‘后备学霸’企业多元化，虽然未必成功，但你应该高看一眼。”

由于恒大已经在20多年时间里发展成为房地产这个特大行业里规模前三、利润第一的龙头企业，足以证明恒大是一家非常优秀的企业。又由于恒大已经在足球和精准扶贫两个领域展现出超凡的跨界解决疑难问题的能力，完全支持将其纳入“后备学霸子集”。虽然在恒大冰泉业务上急于求成遇到挫折，但失败的教训同样是一笔宝贵的财富。而在“房地产＋旅游”和“房地产＋健康”两大领域，虽然海花岛、童世界乐园、养生谷、恒大医院还没有开始全面运营，但由于整个项目的房地产属性，整体盈利是没有悬念的。假如恒大能够通过高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

水平的运营管理把童世界乐园或者养生谷做成文化旅游、健康养老行业的第一品牌，甚至不需要靠内部会计调节就能实现稳定盈利，那么恒大就可以正式升级为“学霸”了。

在全国10强房企中，有些由于是大型央企集团旗下的地产子公司，本身并无多元化的诉求；有些已经在几年前开始探索多元化但最终决定回归地产主业；有些刚刚开始象征性地进行多元化业务布局；有些还在冲规模、保排名而无暇顾及地产主业之外的事情。唯有恒大，在房地产主业后来居上的同时，已经完成了多元化发展的产业布局，在这方面遥遥领先于同业。或许当同行们数年后开始认真思考多元发展的问题时，最好的领域早已被恒大战略卡位。

（四）新能源汽车的挑战与机遇

恒大多元发展的真正挑战，是新能源汽车。挡在恒大面前的，是像大众、丰田、宝马、戴姆勒、通用、本田、福特这样声名显赫的全球汽车行业巨头，是像长城汽车、吉利汽车这样耕耘多年的本土优秀车企，还有像比亚迪、特斯拉这样的新能源汽车探路者。这种挑战之大，堪比20世纪90年代华为在通信设备行业所面临的局面。华为最终做到了，恒大能行吗？绝大多数人都不看好，我也觉得很难。不过，也不是毫无胜算。

第一，现在仍然是造车新势力切入新能源汽车领域的窗口期。由于新能源汽车构造原理与传统汽车不同，很多传统车企长期积累的技术优势不复存在，而新能源汽车所涉及的关键技术又尚未定型。如果早几年，恒大还不具备这个实力；如果晚几年，可能就来不及了。

第二，中国政府迫切希望在新能源汽车时代，有中国本土企业能跻身世界一流。很遗憾的是，在传统汽车时代，中国本土汽车企业中没有出现像华为那样的强势民族品牌，我国汽车工业的整体实力与世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

界先进水平相比还存在非常明显的差距。在新能源汽车时代，中国政府势必会在相关政策上对本土企业有所倾斜，现有本土车企，谁最有机会成长为世界龙头呢？

第三，恒大新能源汽车，有恒大地产提供的超强财力为后盾。未来若干年，不出意外，中国恒大集团将保持1000亿元左右的净利润规模，即便将其中500亿元用来分红，300亿元用来进行其他投资，也还有200亿元的巨资可以投入新能源汽车产业。许家印已经公开宣布，继2018年之后，恒大新能源汽车领域2019年的投资预算还是200亿元。虽然相比丰田等世界巨头并无优势，但在本土民营车企和众多造车新势力面前，恒大的财力还是有显著优势的。起码在进行产业链布局阶段，恒大无须自己从头研发，只要挥舞着钞票“买！买！买！”就可以了。

第四，许家印对恒大造车的信心还来自恒大在企业管理方面的优势。一穷二白的华为凭什么以小胜大、以弱胜强？主要靠的就是华为一系列管理制度和狼性企业文化，把一群优秀中国人的聪明智慧和勤奋刻苦发挥到了极致。恒大在管理方面同样处于国内领先水平，焉知不能创造奇迹？现如今，华为也已经强势切入汽车电子领域，期待两者之间能有更多的交集与合作，共同为振兴中国汽车工业，为实现中国从制造业大国变为制造业强国而努力奋斗！

造车之路虽然险恶，但对于已经创造了多项商业奇迹的许家印团队，我愿意看高一线。

二、恒大足球的复盘与展望

在恒大众多的多元化项目中，我只选恒大足球和恒大冰泉来复盘，是因为这两个项目已经有阶段性的定论，分别代表成功和失败。其中，足球是恒大除地产主业之外，公认做得最出彩的领域，实现了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国人不敢想象的目标。虽然这不是一块营利性业务，但充分展现了恒大在战略策划和执行落地两方面超强的能力。不过，树欲静而风不止，“革命”尚未完全成功。

（一）恒大为什么投资足球

现实生活中，人们做很多事，都不会只有单一目的，往往同时具有多重动机。恒大的许多战略决策也是如此，一箭多雕是常态。路遥知马力，日久见人心。通过9年多的观察，我愿意从以下几个方面理解恒大投资足球的动机。

第一，顺势而为，体育产业提前卡位。我认为，习近平总书记多次公开表达对足球运动的喜爱，也绝非仅仅示人以个人爱好，更深远的意义在于以足球为抓手和突破口，带动体育产业的发展。就在2010年3月24日，恒大刚刚接手广州足球的时候，国务院发布了《关于加快发展体育产业指导意见》，明确提出到2020年，中国要培育一批具有国际竞争力的体育骨干企业和企业集团；要建立规范有序、繁荣发展的体育市场；要形成多种所有制并存，各种经济成分竞相参与、共同兴办体育产业的格局；要实现居民人均体育消费显著增加、体育产业从业人数占全社会就业人数比例明显提高等目标。2014年10月20日，国务院进一步下发了《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，明确提出到2025年，体育产业总规模超过5万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。随着中国人均可支配收入达到一定水平，大力发展体育产业，使之成为中国经济转型升级中的新增长点，条件基本具备。恒大正是在这样一个历史背景下，顺势而为，提前在体育产业布局卡位。先在女排小试牛刀，后来又恰巧遇到广州足球被罚降级的机会，果断接手。借国家产业政策的东风投资足球并不是什么丢人的事，难道非要逆天而行逞匹夫之勇才是英雄好汉？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二，把足球打造为恒大集团的品牌宣传和产品营销平台。足球是世界第一运动，足球迷超过10亿人，仅在中国都有接近两亿球迷。世界范围内，投资足球俱乐部本身都鲜有赚钱的，一些大企业投资足球的目的主要是提高知名度和美誉度，因为这比花钱做广告要划算。知名度和美誉度是不同的，你投资足球就会取得知名度，但你必须取得好成绩才有美誉度。中国平安常年赞助中超联赛，但能提高品牌美誉度吗？几乎不能，只能巩固品牌知名度。竞技体育，冠军和亚军的差别太大了，冠军往往能吸引到一半的关注度，一些不太热门的项目，人们甚至只知道冠军，不关心亚军是谁。杰出企业的行事风格，大多是要么不做，要做就争第一，努力了做不到就放弃。恒大做足球，也是抱着不做则已，要做就做到最好的态度。投资足球前几年，随着在中超和亚冠赛场上的辉煌战绩，恒大品牌的知名度和美誉度迅速提升，恒大足球也相继成为推出恒大冰泉、恒大人寿、恒大金服等新产品和新业务的广告载体。不过，从体育竞赛的角度看，冠军最好不要被一家垄断，有竞争、有悬念才能鼓励更多的玩家倾情投入，才能吸引到更多的关注。

第三，把投资足球作为一项社会公益事业。许家印曾在一次香港举行的业绩发布会上公开表达了投资足球的这个动机。其实，中国足球腾飞不仅是习近平总书记殷切期待的，更是亿万中国球迷朝思暮想的梦。如果真能振兴中国足球，为亿万球迷减轻痛苦、带来快乐，谁说不是一件社会公益事业呢？而恒大一向是一家非常强调“饮水思源，回报社会”的企业，常年热衷于社会公益，在赈灾捐款、精准扶贫等方面都是行动上的排头兵。

（二）步步领先的战略

恒大强大的战略策划能力在做足球这件事上体现得淋漓尽致，战略布局可谓步步领先，跟随者总是跟不上脚步，正所谓：“可以被模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

仿，从未被超越。”

领先第一步：果断抄底，比后来者提早了3~6年。2010年，低谷中的中国足球如一潭死水，除了山东鲁能、北京国安、天津泰达几家老牌国企外，联赛投资人中并无实力雄厚的大型民营企业。当时足球俱乐部对于投资人来说食之无味，没什么大企业感兴趣，连老牌劲旅上海申花都出现欠薪现象，寻求转让。虽然接手足球事出偶然，但机会总是留给有准备的人。恒大率先意识到中国体育产业的发展机遇，意识到足球运动的强大魅力，才能在机会出现时果断出手，仅花1亿元就买断了因打假球被罚降级的广州足球俱乐部。一年后，许家印还说服好友富力集团老板投资足球，广州富力也成为中国足球一支劲旅。恒大的强势进入，如一条鲶鱼，迅速激活了反腐扫黑之后的中国足球市场，促使中超联赛重新走向繁荣。“十八大”前后，中国足球陆续吸引到新的实力玩家参与进来。2013年，绩优国企上港集团买断上海东亚足球俱乐部，更名上海上港；2014年，世界500强绿地集团接盘上海申花，更名上海绿地申花；同年，阿里巴巴锦上添花参股广州恒大，强强联手，更名广州恒大淘宝；2015年，地产10强之一的华夏幸福收购中甲球队河北中基，更名河北华夏幸福并于当年冲超成功；2016年，世界500强苏宁集团接手江苏舜天，更名江苏苏宁易购；2016年，中赫集团入股北京国安，更名北京中赫国安；2017年，万达集团假手大连一方重返中超。

领先第二步：“囤积”国脚，一举奠定8年竞争优势。相对2013年之后才投资足球的上港、绿地、华夏幸福、苏宁、中赫等实力企业，恒大充分利用了领先3年抄底足球的先发优势，从战略上“垄断”了国脚资源。后来的竞争者则事倍功半，花了同样甚至更多的钱，与恒大相比效果却天壤之别。中国足球人才非常匮乏，顶尖球员不过二三十人，而广州恒大，从2010年起，连续几年陆续引入了其中差不多一半，再配以高水平外援，组建起亚洲范围内的超豪华阵容。而剩下的一半顶尖球员，散落在多个竞争对手阵营中，无法形成合力。虽然上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

海上港、江苏苏宁易购、河北华夏幸福、天津权健等新锐俱乐部也都在一开始时就定下了类似“三年夺取中超冠军、五年拿下亚洲冠军”的宏伟目标，但苦于收购不到足够的优秀内援而难以兑现，尽管他们的外援水准在2015年之后已经不逊于甚至略超恒大。直到2018赛季，以整体买断的根宝青训队伍为班底、配以超强外援、连续6年累计投入70亿元的上海上港队，才趁广州恒大这批国内主力球员年龄老化的机会夺取了中超冠军，打破了后者长达7年的冠军垄断。

领先第三步：顶级青训，决胜未来。对于竞争对手来说，与鼎盛时期的广州恒大同时代是非常悲催的事，大家的念想就是等着恒大这批当家国脚渐渐老去，在下一代优秀球员的争夺中占据优势。不过，恒大在接手俱乐部不久就开始大手笔投入青训，很快打造起国内顶级的青训平台。在恒大之前，国内青训做得最好的就是1999年成立的山东鲁能泰山足球学校和2000年创办的根宝足球基地，此外，坚持青训10年以上的还有浙江绿城足球学校、上海幸运星足球俱乐部、长春亚泰足球俱乐部等。虽说上述青训机构的努力没能避免中国足球人才断层的尴尬，但如果没有他们的坚持，中国足球的今天将更加惨不忍睹。2012年建成开学的恒大皇马足球学校，凭借恒大集团雄厚的财力，7年累计投入26亿元，在学校规模、基础设施、教练师资、培养流程、海外办赛等方面都后来居上，在很多方面开创先河。刚开始，初创的恒大足校还只能招到其他足校挑剩的孩子，但随后几年的生源一届比一届强，越来越多有足球天赋的孩子来到恒大足校学习成长。一流的平台加上一流的好苗子，成功就是大概率事件。

（三）纠错与处罚

作为足球领域的新手，许家印及恒大俱乐部管理团队可谓摸着石头过河，不可避免地会走一些弯路、犯一些错误，然而恒大管理团队

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

总能本着目标导向、实事求是的原则，适时调整、纠正错误、重回正轨。

例如，在外援的引进上，广州恒大俱乐部从一开始就制定了必须引进28岁以下的当打球员的原则，不能引进巅峰期已过的“养老”球员。在世界名帅里皮执教广州恒大期间，许家印给予老帅充分的授权，包括内外援的引进。里皮执教后期，通过儿子小里皮引进了两名30岁出头的意大利老乡，两人虽然曾是意大利国脚，但状态和对球队的贡献比之前的巴西外援差很多，球迷们颇有微词，戏称两人为“玄冥二老”。最终，恒大方面中止了与经纪人小里皮团队的合作，俱乐部收回了里皮的引援权力。后来，俱乐部陆续引入了高拉特、保利尼奥、塔利斯卡等大腿级外援。

再如，在球队球衣广告合作中，2015年发生了恒大单方面违约的丑闻，引发东风日产强烈维权，结果既坏了名声又承担了巨额赔款。痛定思痛，许家印决定今后不再为每年区区1亿元的收入出让球衣广告，完全留给恒大集团内部子公司协调使用。

有些错误无法挽回，但必须给予处罚。功勋足球经理人刘永灼就因为“J马”引援失误给俱乐部造成巨大经济损失、球场草皮改造执行不力等过失被免职调岗。冯潇霆和韦世豪因为在国家队比赛中犯下的低级失误或鲁莽犯规而被下放预备队反省。恒大集团的管理就是这样，论功行赏，有过必罚，不会因为过去的丰功伟绩而网开一面。

除了犯错纠错，广州恒大俱乐部在夺取中超七连冠、亚冠双冠王的过程中绝非一帆风顺，每年都会遇到波折和坎坷。每当球队连续不赢球，媒体和球迷感觉球队遇到危机的时候，许家印都及时地放下手中的集团事务，或主持召开俱乐部管理会议或宴请球队，对全队进行“心理按摩”，给球队减压、鼓劲，或出台有针对性的规章制度加以约束。绝大多数情况下，效果都立竿见影，球队总能重回胜利轨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

道。当上述办法解决不了问题时，许家印则坚持以目标为导向，当断则断，毫不留情，例如2019赛季初的一线队大规模重建。

（四）对恒大足球的指责声

每个热门领域，都会有一些愤世嫉俗的批评家，整天对着实干者指指戳戳。他们不看主流，专门鸡蛋里挑骨头，一身负能量，内心相当阴暗。足球圈的批评家们指责恒大开启了“金元足球”，“搅乱”市场秩序，甚至称恒大为中国足球的“毒瘤”，却无视恒大激活了足球市场，吸引球迷回到了球场，带动了其他资本投资足球，提升了中超俱乐部在亚洲比赛的成绩，使家长重新愿意支持孩子踢足球。他们指责恒大囤积国脚，部分人被埋没在替补席，却无视恒大高强度的队内竞争对球员竞技水平的保持和促进，无视郑智等老球员在恒大焕发了第二春，无视中国足球客观存在的人才断档、青黄不接，无视所有世界豪门俱乐部的替补席也都是群星荟萃。他们指责恒大是中超“挖掘机”，只会从其他球队买国脚，却无视恒大青训的阶段性成果和巨大潜力，无视恒大每年的青训投入数倍、数十倍于国内其他青训机构，无视恒大足校从建校起开始从头培养的孩子最大才十八九岁。他们指责许家印搞“政治足球”，牺牲俱乐部成绩搞“双外援”“全华班”，“越俎代庖”为国家队培养人才，却无视许家印从投资足球伊始就是以振兴中国足球为使命的，无视这些年中超俱乐部由于高水平外援垄断中前场致使国家队已无本土正印中锋和进攻核心可用。

试问，如果不先设法激活中国足球市场，请回球迷，市场都没了，秩序井然又如何？如果职业球员没有理想的收入，有多少家长愿意让自己的孩子吃苦受累踢足球？如果广州恒大一线队没有过硬的成绩和口碑，一上来直接办足校，有多少家长敢把孩子送来恒大？如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中国足球各级国家队成绩始终一塌糊涂、不见起色，你广州恒大“窝里横”继续垄断中超冠军又有何用？

其实类似现象，我在这些年投资恒大的股票时已经司空见惯。相对来说，球迷起码有很大一部分还是理性客观的、承认恒大贡献的，而资本市场则长期对中国恒大等民营地产龙头企业采用双重标准，持有选择性偏见。

面对这些偏见和噪声，无论是中国恒大的股价，还是恒大足球的舆情，都需要时间的检验和沉淀。当2018、2019两年的现金分红合计接近3.00港元／股时，自然就证明了2013至2015年，股价长期在3港元／股左右徘徊是何等的荒谬。待未来十几年，恒大青训陆续为国少、国青、国奥及国家队大批输送人才，国字号球队的成绩日益好转，国家队最终重返亚洲一流的时候，曾经对恒大足球极尽嘲讽、挖苦之能事的那些人也将会无地自容、自惭形秽。

（五）中国足球的复兴路线预测

20世纪八九十年代，虽然屡屡遭遇“黑色三分钟”，但中国男足国家队始终还算亚洲一流水平。1994年开启的足球职业化、市场化改革，曾经使中国球市火爆异常。2002年，中国队首次打入世界杯决赛圈，虽然三战皆败，一球未进，净吞九弹，但全国球迷普遍认为那只是中国世界杯之旅的起点。谁能想到，这竟然是后来将近20年国足的巅峰。在随后的2006、2010、2014连续三届世界杯预选赛中，中国队连亚洲区10强赛都进不去，直到2018年世界杯预选赛，才在全亚洲的帮助下，跌跌撞撞闯入亚洲区12强赛，但最终也没能出线。

如前文所述，中国足球衰落至此，皆拜急功近利、荒废青训所赐。于是，中国足球要想重返亚洲一流，正常的途径，也应该是从娃娃抓起，以青训的恢复和繁荣为基础。我所指的重返亚洲一流，是指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成年国家队、国奥队、国青队、国少队普遍具备亚洲前4名的实力，要能经常性地打进亚洲各项赛事的4强、偶尔夺冠，要成为世界杯、奥运会、世青赛、世少赛决赛圈的常客。

所幸的是，经过最近几年有关各方的重视和加大投入，中国足球的青训体系已经得到恢复，踢球的孩子越来越多。据说全国2005年出生的孩子（简称05段），选才的基数已经超过以往任何时候。从目前掌握的信息看，中国青训01段以前因选才面太窄，在亚洲范围内没有进入前8的实力，02段至04段是个过渡期，从05段开始明显好转，值得期待。

近两年通过关注国内外一系列“恒大杯”青少年足球赛事，也可以大体感觉到恒大青训和中国青训的进步。到目前为止，恒大青训已经与鲁能青训并驾齐驱，处于国内领先、亚洲一流，但与欧美顶尖水平还有很大差距。在与国内其他青训队伍的较量中，恒大梯队在9~19岁的所有年龄段都有很强的竞争力，而且在趋势上，年龄越小的队伍实力越强。2018年，恒大05段包揽了国内U13赛事全部冠军，恒大08段在国内比赛中鲜有败迹。恒大01段至04段梯队在与日韩顶尖俱乐部梯度的较量中，已经没有差距，半斤八两，互有胜负。不过，日韩青训的厚度仍然远超中国，每个年龄段都有多支与恒大梯队水平相当的队伍，因此中国足球青训整体上仍然任重道远，需要所有青训实干者共同努力奋斗。目前，在西班牙留学的恒大02段至05段4支梯队，与当地普通俱乐部比赛时互有胜负，场上对抗不落下风，但当遇到真正的欧洲豪门俱乐部梯队时，还是全方位落后，经常大比分输球。不过我预测，每支队伍经过5年300场高水平比赛的淬炼，恒大足校西班牙分校的小伙子们，在学成回来后，将不惧怕任何亚洲对手。另外值得一提的是，董路在清华附中搞的中国足球小将令人眼前一亮。

基于对上述青训信息的分析，考虑近些年亚洲竞争对手足球青训水平整体的进步，我预测中国足球成年国家队，凭借自己的青训成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

果，重返亚洲一流的时间大致在2028年至2034年。最迟是2034年，那时，2005年出生的这批孩子已经29岁了，2008年出生的孩子也26岁了，正值黄金年龄。最早也要等到2028年，03段25岁，05段23岁，08段20岁，有望掀起青春风暴。

至于2022年世界杯，坦率地讲，那将是中国足球本土球员青黄不接最严重的时期，中国队出线的希望原本十分渺茫。不过，国家体育总局、中国足协及有关方面并没有完全放弃，而是死马当活马医，不但请回了里皮，还归化了几名在中超效力5年以上的巴西球员。聘请里皮团队的大部分开支和归化巴西球员的相关费用，皆由恒大集团赞助。其实近些年，亚洲一些小国足球水平突飞猛进，除了加强青训，也有归化政策的作用。

由于世界杯从2026年就将开始扩容，亚洲区的出线名额从4.5个激增到8个，仍然会依赖归化球员过渡的中国国家队即便届时仍然没有冲击亚洲4强的实力，但进入亚洲前8名还是有一定把握的，并应该从此开始成为世界杯的常客。最早从2030年开始，中国国家队应能摆脱对归化球员的依赖。

除了成年国家队之外，球迷们不妨多关注下国奥、国青、国少的比赛，从中寻找希望。亚少赛可以从2020年开始关注，04段/05段将出战；2023年开始可以看亚青赛，03/04段出战；奥运会预选赛，由于亚洲仅有3个晋级名额，2019/2023年就都不要报以太大期望了，从2027年开始重点关注即可，届时05/06/07/08段将发起冲击。如果中国足球是一只股票，我愿意保持密切关注，并从2019年开始建仓2%，之后大体上每年加仓2%，直到股价开始大幅上涨或者仓位达到20%。

三、恒大冰泉的反思

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

虽然恒大冰泉从恒大集团剥离后涅槃重生了，但剥离前却大败亏输。关于败因，我很认同于建民先生那篇《亏损40亿的恒大冰泉败在哪儿》里面的观点，概括起来就是“轻敌＋冒进”。在战略复盘之前，各位读者很有必要先了解一下饮用水的相关知识，否则难以理解恒大冰泉的相关营销策略和广告语。

（一）纯净水、矿物质水、天然水、天然矿泉水

近几十年来，中国人的饮水消费发生了几次升级。首先是自来水的普及，我小时候，是喝烧开的自来水长大的，即白开水。随着工业发展以及过度使用化肥农药，中国出现了越来越严重的水污染问题，引起了人们对饮水安全的关注。后来，经过厂家深度净化的十几元一大桶的桶装水先后在企事业单位和家庭推广开来。这种桶装水既可以加热或制冷后喝，也可以直饮，口感比自来水好得多。只是对于家庭用户来说，这种大桶水一两个星期才能喝完，容易滋生细菌。再后来，家用净水机普及开来，人们在自己家里就可以对自来水进行深层过滤，加工成接近纯净的水，不但可以直饮，还能随喝随生产，不易滋生细菌，只需要定期付费换“膜”，开始是“超滤膜”，后来是“反渗透膜”，每年换膜的成本上千元。

十几年前，当人们外出需要解渴时，会花一两元钱买一瓶“矿泉水”或者花三五元钱买一瓶饮料。不过，绝大多数人并不知道，被他们称为“矿泉水”的，九成都不是矿泉水。比如，在康师傅、娃哈哈、怡宝、农夫山泉、景田百岁山、可口可乐冰露这些常见品牌中，只有景田百岁山才是真正的矿泉水。

包装饮用水是一个商品大类，瓶装或桶装的可以直饮的水统称为“包装饮用水”。在新版《食品安全国家标准GB 19298—2014》颁布之前，“包装饮用水”分为纯净水、矿物质水、饮用天然水和天然矿泉水4个子品类。新国标2015年实施后，矿物质水品类被取缔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

纯净水的水源是城市自来水，经过多层净化不但去除了杂质和有害物质，同时也使得矿物质及微量元素的含量降至极低，接近于纯水，代表品牌如怡宝、娃哈哈。蒸馏水则是采用蒸馏方法加工自来水得到纯度更高的纯净水，代表品牌如屈臣氏。矿物质水同样以城市自来水为原料，为了调节口感，在纯净水中人工添加氯化钾、硫酸镁等添加剂，代表品牌如以前的康师傅矿物质水、可口可乐冰露。这种水之所以在新版国标中被取缔，是因为“矿物质水”的命名容易使消费者误认为该产品具有补充矿物质的营养功能。新版的可口可乐“冰露”“纯悦”现已标识为“包装饮用水”。此外，其他容易引起消费者误解的“活化水”“小分子团水”“功能水”“能量水”等名称也被新版国标禁用。

天然矿泉水有严格的国家标准，某一种或几种特定的对人体有益的矿物质或微量元素含量必须稳定达标，才能叫天然矿泉水，比如偏硅酸、锂、锶、锌、硒等。天然矿泉水都是地下水，经过地下岩层数十年融滤而成，被视为一种稀缺矿产资源。依云、西藏5100、昆仑山、百岁山以及我们正在讨论的恒大冰泉都是比较知名的天然矿泉水品牌。

饮用天然水不是取自城市自来水，而是来自未被污染的自然界中的水源，经过过滤、臭氧消毒等有限的处理就能饮用。饮用天然水可以是地表水，如湖泊、河流、冰川、山泉、溪流；也可以是地下水，如自涌泉、自流井等。普通的饮用天然水都含有一定量的矿物质和微量元素，但其含量并不能稳定在某一范围，任一项特定矿物质或微量元素都达不到矿泉水标准，因此并不属于天然矿泉水。中国天然水的代表品牌是农夫山泉，因为农夫山泉的水源地分散在千岛湖、万绿湖、丹江口水库、长白山、峨眉山、太白山、天山、武陵山等处，大部分都是地表水，即便是供应东北和华北地区、取自长白山错草泉的地下水也达不到天然矿泉水的标准，所以统一标识为“饮用天然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

水”。直到2015年之后，农夫山泉才推出了第一款水源地为长白山莫涯泉的天然矿泉水，主打学生细分市场。

如果要区分瓶装水的档次，业内公认，纯净水处于低端，天然矿泉水是高端，饮用天然水居中。天然矿泉水中，又因为水源地的“尊贵”与否、微量元素的种类和含量以及口感的差异而进一步区分档次。中国知名的天然矿泉水水源地有长白山、青岛崂山、昆仑山、西藏念青唐古拉山（西藏5100）、五大连池、巴马活泉、罗浮山（景田百岁山）等。一般来说，消费者从各种水的售价上就可感受出档次的差异。单从成本来说，取材城市自来水的纯净水、矿物质水的运费成本肯定远远低于从名山里采集运输而来的天然矿泉水。

不过，虽然水的档次、成分、口感有明显的差异，但要说哪种水更有益健康，却并无一致观点。有趣的是，矿泉水厂家往往强调“弱碱性”有助于身体健康、偏硅酸能够软化血管、其他对人体有益的矿物质和微量元素能够保持人体电解质平衡，批评纯净水是“穷水”“刮骨水”，经常喝会骨质疏松。而纯净水、净水机厂家则宣传水就是H_2O，没有多大区别，干净的就是好水，人体补充矿物质和微量元素主要依靠食物而非饮水，有些导购还忽悠老百姓说矿泉水喝多了会得肾结石，当然这纯属无稽之谈，矿泉水又不是因为钙的含量超标而得名。

我不是专家，本书无意就纯净水和天然水的好坏得出什么结论。我觉得普通老百姓，只要饮用干净、卫生、无污染的水都不会有问题；经济条件好的人士多花些钱喝天然矿泉水也可以算消费升级，为经济发展做贡献。大家能明白不同水的区别，明明白白地消费就行了，当然不明白也无所谓。

（二）长白山天然矿泉水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全球天然矿泉水在地理分布上主要集中在北纬36°~46°地带，被誉为世界“黄金水源带”。这一纬度带的高海拔地区，远离人类污染，自然环境和地质条件独特，降水、冰雪融水历经多年的岩层天然过滤，从而造就了享誉世界的珍稀水源带。阿尔卑斯山（北纬44.9°~47.8°）、北高加索地区（北纬45.2°~46.9°）、长白山（北纬41.35°~42.25°）被国际饮水资源保护组织列为全球三大天然矿泉水富集地。全球表面75%是水，但只有1%是饮用水，而“黄金水源带”仅占饮用水储量的万分之一。

长白山是中国位于湿润地区最大的火山台地山脉，主峰由火山锥体和台地构成，坡度小、坡程长，长白山自然保护区保持着原始生态，森林覆盖率达89.1%，规划区域内森林覆盖率为80.4%，年降水量在700~1400毫米。丰富的降水经过原始森林的涵养、净化，缓慢渗入地下，经过地下火山岩、玄武岩漫长的溶滤、矿化和运移，源源不断地生成矿泉水，多通过自涌泉涌出地表。未经开采利用的矿泉水与其他地表水一道奔流汇入鸭绿江、松花江、图们江。大规模、可持续生成矿泉水的地质和水循环条件，在中国独一无二。

长白山天然矿泉水具有如下几个特点。

一是无污染。长白山矿泉水泉眼分布在长白山核心区的原始森林生态环境中，多数为地下自涌泉，水温常年保持在6℃~9℃，属于火山岩冷泉，难以滋生和繁殖细菌。

二是储量大。长白山地区矿泉水储量十分丰富，每年自涌量超过2亿吨，按照40%的开采上限，理论上最大可开采量达8000万吨。以每人每天饮水2升计算，全国人民每年总的饮水量约11亿吨。位于北坡的安图县被誉为“中国矿泉水之乡”之一，截至2017年已发现水源达106处，日涌量高达56.8万吨，均为天然自涌冷泉。位于西坡的抚松县已发现有开发价值的矿泉水水源42处，日涌量20万吨左右。有“中国矿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

泉城”之称的靖宇县截至2016年发现矿泉水水源地38处，日涌量达11万吨左右。

三是品质优。2005年，经世界水权威鉴定机构——德国弗莱森研究所检测，长白山天然矿泉水的各项指标均符合世界上最严格的欧盟和德国标准，口感和质量与依云等世界著名品牌矿泉水接近，部分指标更优。长白山矿泉水的pH值呈弱碱性，偏硅酸含量比国家标准高出15mg/L以上，钙、镁、钾、钼、硒、碘、锶等29种微量元素的含量配比与人体所需比例接近，口感极佳。

四是类型多。长白山矿泉水可分为偏硅酸型矿泉水、碳酸型矿泉水和锶型矿泉水等类型，其水质多样化为国内外罕见。

目前，国内以长白山为水源地的知名矿泉水品牌有：泉阳泉（长白山泉阳泉，2003年上市），恒大冰泉（长白山银龙泉、安宁泉，2013年上市），统一爱夸（长白山红丰泉，2014年上市），农夫山泉学生水（长白山莫涯泉，2015年上市）等。

（三）许家印的失误

为什么恒大足球成功了、创造了奇迹，而恒大冰泉却失败了，败给了综合实力远不如自己的竞争对手？本书第六章第六节里给出了于建民先生的观点，我深表同意。

事后复盘，恒大足球的成功有其必然性，也有好运气。说有必然性是因为，许家印只管大战略、大方向不管细节，细节充分授权给最专业的人去做。许家印关注的是目标设立、战略制定、选贤任能、财务支持、奖惩制度、鼓舞士气这些大局，这是他的强项，而把球员引进、训练指挥、后勤保障这些细节交给世界级名帅和具有强大执行力的足球经理团队具体负责。说运气好是因为许家印手下恰好有一个毫无专业足球经验的天才足球经理刘永灼，这样谙熟恒大企业文化的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

才是无法高薪外聘的。另外，万达退出之后，中国足球确实积弱已久，恒大进入时正处于最低谷，国脚级球员花几百万元就能买到，这也是一种运气。

而恒大冰泉的失败，我认为许家印这次要负主要责任，最大的失误就是急于求成、轻敌冒进。许家印从一开始就制定了一个“一年100亿、三年300亿”的目标，而包装饮用水行业几大龙头企业一年的销售额才100亿元上下，天然矿泉水品类总的市场空间不过才几十亿元。正是这个脱离实际的目标，使得恒大冰泉后来在各个方面都疲于奔命、动作变形、欲速不达。为什么会定出这么激进的目标呢？正如于建民先生所形容的——“过度自我智力优越感”，说白了就是轻敌冒进。在足球上的大杀四方、空前成功，使许家印膨胀了。进军矿泉水行业时，不自觉地从战略上就藐视竞争对手，认为凭借恒大卓越的战略策划能力、雄厚的财力和强大的执行力，可以轻轻松松改写行业格局，迅速当上行业领导者。但残酷的现实使恒大为“骄傲自大”付出了超过40亿元的学费，农夫山泉这样的竞争对手绝非当年足球领域的对手那般孱弱。

许家印的第二个失误是始终没有找到合适的领军大将。在人事任命上，与足球和排球俱乐部给外聘主教练充分授权不同，恒大冰泉各部门一把手基本都是从恒大地产集团的老臣中选派的外行，而外部空降的业务专家大多担任副职。这或许是因为从饮用水行业挖来的人才都没有里皮、郎平那样的绝对权威。而不走运的是，这次恒大内部也没有选出像天才足球经理刘永灼那样的矿泉水奇才，前后几任矿泉水集团一把手都铩羽而归。也许，根本就是不切实际的目标导致无论谁来都难以达成。

许家印的第三个失误是自己的手伸得太长，干扰了专业运作。据说恒大冰泉饱受诟病的瓶型就是许老板亲自拍板的。由于许家印在企业内具有绝对权威，他的任何指令都会被下属无条件执行，一旦他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

决策出现错误，就会在执行层面造成不可挽回的损失。这也是恒大、华为这类绝对中央集权的企业面临的主要风险之一。

（四）营销组合的失误

事后从市场营销专业的角度审视，恒大冰泉的营销组合策略也并非一无是处。其中与产品相关的策略都是相当不错的，长白山水源地的选择，迅速拍下大量优质泉眼的探矿权试图在一定程度上垄断水源，新工厂的建设和产能规划，世界最先进生产设备的引进，一瓶一码防伪技术的采用等，都能确保恒大冰泉的产品品质。此外，为了节省运输成本，还将铁轨铺进工厂，与中国远洋等战略合作。但是，营销组合的其他环节就乏善可陈了。

首先是定价出现重大失误。通过本节前面的介绍可知，长白山天然矿泉水作为优质水源地，其档次的确与另一矿泉水品牌“昆仑山”相近。恒大冰泉500ml规格初始定价4.00元，比昆仑山的4.50元略低，本也无可厚非。但问题是，昆仑山定位于小众高端水，一年的销量不过10亿元左右，而恒大冰泉是以百亿元销售额为目标的，必须定价亲民才有可能走量。许家印想以高端水的定价卖出中端水的销量，在短期内是不切实际的。恒大当时或许考虑，降价总比提价容易，如果这个价格卖不动，不妨再降价。后来恒大冰泉业务剥离后，价格也确实降到了2.00元，但广告攻势已经没有了。假设恒大冰泉一上市就定价2.00元或者2.50元，配以强大的广告攻势及恒大足球的美誉度，很可能立即就被市场接受。只是，如果这样定价，受限于当时的产能，恒大冰泉“一年100亿、三年300亿”的目标就会减半，第一年也必然因初期投入大而预算亏损，这是许家印不愿看到的。此外，恒大冰泉最初的包装实在不上档次，与高端水的价格定位格格不入。2018年，恒大冰泉新推出的高端低钠水的包装就好了很多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其次，广告策划非常失败。恒大冰泉的广告满是房地产风格，“哐哐哐”地堆砌一堆卖点，但广告语一年九变，令人无所适从。其中“爸爸妈妈，我要喝恒大冰泉”“天天饮用，健康长寿”等广告语都让人觉得空洞无物，甚至土得掉渣。而“长白山天然矿泉水”“一处水源供全球”“我们搬运的不是地表水，是3000万年长白山原始森林深层火山矿泉”虽然都是大实话，都试图与其他瓶装水品牌区分开来，但很难被缺乏专业知识的普通消费者所理解。

例如，“恒大冰泉——长白山天然矿泉水”是恒大冰泉刚上市时的第一则广告语，主要诉求一是强调水源地是长白山，二是强调自己是天然矿泉水。这句话是比较实在的卖点，可惜大多数中国消费者并不了解天然矿泉水和其他瓶装水的区别，也不清楚长白山的水有多好。很快，就有外行记者和竞争对手故意混淆视听，称长白山概念并不稀缺，因为农夫山泉、康师傅、娃哈哈、天士力、泉阳泉等品牌都早已在长白山建厂，其中农夫山泉的水厂就在恒大冰泉一期工厂的斜对面。“我厂就在你厂边，凭啥你卖4块多？”但是，这些人不知道或故意不说的是，在恒大冰泉问世之前，长白山脚下生产天然矿泉水的只有泉阳泉一家。当时有记者采访了扎根长白山10多年的矿泉水品牌泉阳泉的老板王作臣，王作臣心情十分复杂地说：“10多年来，长白山迎来了农夫山泉、娃哈哈和康师傅等大水企，但它们一直在用长白山的水生产各自品类的山泉水、纯净水和矿物质水。这也一直是我们非常痛心的事情，来了这么多大厂家，没有一个跟我们志同道合的，10多年来我们感到非常孤独。如今，恒大挺身而出力推长白山矿泉水，不管恒大怎么看我们，泉阳泉都把恒大看成自己的同盟军。”因此可以说，恒大冰泉虽然不是最早的长白山矿泉水品牌，却是第一家有能力也敢于砸钱向全国人民推广长白山天然矿泉水的企业。

恒大冰泉众多广告语中最靠谱的一条是“我们搬运的不是地表水，是3000万年长白山原始森林深层火山矿泉”。如果从始至终都使用这条广告语，也许会取得不错的营销效果，只可惜，它太晚才被想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

出来。众所周知，“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”是农夫山泉非常经典的广告语，成功地区分了自己所代表的饮用天然水品类与纯净水、矿物质水品类。而恒大冰泉这则涉嫌抄袭的广告语正是想表达天然矿泉水品类与饮用天然水品类的区别。

最终，恒大冰泉3年累计砸了数十亿元广告费，却主要为他人做了嫁衣。随后几年，借着恒大冰泉广告的东风，统一和农夫山泉旗下的长白山天然矿泉水产品相继推出，更多来自全国不同水源地的天然矿泉水品牌也陆续面世。

至于恒大冰泉初期在渠道和人员招聘上的问题，则都可以归咎于过于激进的销售目标，最终也都造成了严重的浪费。

（五）我对恒大冰泉的误判

批判完许家印和恒大冰泉团队，我也必须自我批判。作为企业管理专业市场营销方向的硕士研究生，我谙熟传统市场营销理论，却几乎没有实际操作经验。上述批判全部都是事后诸葛亮，事中则没有表现出任何先见之明。之所以如此，是因为屁股决定脑袋，立场决定态度。这是投资大忌。当屁股决定了脑袋时，人就会听不进去并竭力反驳一切对立的观点。

很多朋友在微信群或者雪球上吐槽恒大冰泉的瓶子设计得比较土，与高端水定价不匹配。这个观点我后来慢慢接受，尤其是恒大冰泉推出低钠水等新产品后，一对比，原来的设计确实土。但在当时，我虽然也承认恒大冰泉的瓶子不如百岁山、昆仑山、农夫山泉的好看，但觉得无伤大雅。我多次反驳说：“批评瓶子不好看的都是不喝恒大冰泉的，真正喝的人不会计较瓶子酷不酷，又不是买瓶子，另外瓶子的设计也要考虑运输成本，昆仑山那样的瓶子就比较浪费空间。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

很多人都批评恒大冰泉定价太贵，不接地气，是土豪水。我辩解道："恒大冰泉是黄金水源地的天然矿泉水，对标的是昆仑山、5100、依云，而不是百岁山、农夫山泉或康师傅。恒大冰泉的定价就是恰好比昆仑山低一点，远低于5100、依云，并无不合理。而且，开始定价高些，可以打折促销，将来也可以酌情降价，但快消品定低了涨价几乎是不可能的。"后来我承认，恒大冰泉最大的败笔就是开始定价过高，超出人们的心理接受范围，也与销量目标严重不匹配，导致目标客户浅尝辄止，鲜有发生重复购买，动销不畅。

当然，也有些专家的观点，我当时给予了反驳，现在仍然不同意。比如，那位营销定位大师，说什么"恒大"两字在消费者心智中已经等同于房地产，"恒大冰泉"有一股混凝土味道。我认为，中国老百姓当时对"恒大"的了解，通过足球的多过通过房地产的，而恒大足球是常胜之师、王者之师，看到"恒大"两字即便不能联想到"冠军"，也绝不会联想到"混凝土"。直到现在，我仍然坚持这个观点。

所幸的是，我并没有因为对恒大冰泉的误判而蒙受经济损失。恒大冰泉没有单独上市，而只是在恒大地产（HK.3333）中白送的、没有体现任何估值的一块非主流业务。那几年，虽然恒大冰泉的业绩表现远远低于预期，但在恒大地产主业远超预期的表现面前，显得微不足道。由此可见，多元化试错，最好在主业依然强劲发展的时候进行，容错率比较高。

作为价值投资者，在坚持自我批判的同时，也必须认识到：人无完人，企业也没有完美的企业。是人就会犯错，企业也不可能没有失误。我们看待企业和企业家，一定要看主流，切忌因为一点瑕疵、一次决策失误就上纲上线、全盘否定。如果这样，错失好机会的人是你自己。著名价值投资者、高毅资产董事长邱国鹭先生曾因2016年卖出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

融创中国错失5倍收益的决策而后悔不已，卖出的原因是他不能容忍融创中国接盘乐视的瑕疵。

其实，杰出企业家之所以杰出，关键在于自我批判的能力。如果一个人不能认识到自己的错误，觉得自己无所不能、不会犯错，他也不可能在事业上取得重大成就。我相信许家印和他的团队一定会对恒大冰泉的失误深刻反省，竭力避免在恒大新能源汽车等跨界很大的新业务领域重蹈覆辙。倘若如此，恒大冰泉曾经的失败就因祸得福了。

（六）恒大冰泉——高性价比的好水

虽然恒大冰泉巨亏40亿元以上，早期的经营相当失败，但我们应该承认，恒大集团为推广长白山天然矿泉水做出了贡献，为全国人民普及饮水知识付出了努力，促进了天然矿泉水品类的高速发展，推动了中国人民的饮水消费升级。

以我为例，在恒大冰泉4升家庭装的零售价从25元降到10元后，顿时击穿了我的心理价位。这毕竟是从长白山远道运来的天然矿泉水啊，相比超市里相似规格的6~8元的小桶纯净水，性价比高了不是一星半点儿。当穿行于长白山区广袤的原始森林中时，我深切感受到了当地政府对环境保护的高度重视。现在整个长白山自然保护区已经禁止砍伐树木，即便自然倒掉的死树都不允许运出去，只能自然腐败。在游览长白山脚下被誉为“长白山下第一泉”的“冰水泉”景点时，我亲眼见识了什么叫地下自涌泉，什么叫四季恒温5℃~7℃的天然冷泉。用瓶子接的泉水，清澈得看不到任何悬浮物，喝一口，冰冰的，沁人心脾。在驾车远观恒大冰泉水厂时，看到宛若长蛇的高架不锈钢取水管，从厂房中一直伸向远方的原始森林深处。

渐渐地，全家人都开始喝恒大冰泉，并且越来越喜欢它的口感，连一辈子简朴的父母、岳父母都接受了花钱喝好水这件事。后来干脆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

100%饮用恒大冰泉，还配了恒大冰泉定制的饮水机，购买渠道主要是京东、天猫，送货上门非常方便。家里原先安装的净水机的水现在主要用于煮饭、煲汤。以每人每天饮水2升计，全家7口人每年饮水5100升，如果都喝10元4L装的恒大冰泉，全年的饮水开支是12 800元，这对一个中产家庭来说是完全可以接受的。虽然我不确定喝天然矿泉水是否真的有益健康，偏硅酸是否真能软化血管，但我仍然天天饮用恒大冰泉，因为它“水好、好喝、不贵”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十六章　恒大值多少钱

一、现金流折现法是一切估值方法的基础

（一）现金流、资产与估值

现金流就是收到或付出钱的一个时间序列，包含一笔或多笔现金收支，每一笔收支都有具体的发生时间。先不考虑时间价值，如果一个现金流整体是收到钱的，我们不妨称之为正现金流；如果整体上是付出钱的，称之为负现金流。

资产，就是未来可能带来正现金流的某种资源。不能带来正的现金流的资源，都不能称为资产。如果带来的是负现金流，可以称为负债。比如我写的这本书，会给我带来版税收入，就是我的资产；比如我持有的恒大股票，每年可以收到分红，适当的时候我还可以选择卖出变现，也是我的资产；自住的房子和自用的车，大多数人认为是资产，也有人认为是负债，需要具体问题具体分析。对企业来说，土地使用权、厂房、机器设备、原材料、知识产权甚至银行存款，正常情况下，这些资源都可能给企业带来正现金流，都是企业的资产，被列在资产负债表的资产侧。

凡是资产就有价值，按照权威的理论，资产的价值等于未来现金流的折现。首先，为什么强调“未来”？因为资产过去带来的现金流已经不属于资产本身了，被拿走了，因此与资产的价值无关了。不过，了解过去的现金流有助于预测未来的现金流。什么是“折现”？这是因为人们普遍认为货币是有时间价值的，一年后的1元钱不等于今天的1元钱。在通货膨胀的大背景下，一年后的1元钱不如今天的1元钱值钱。假如你认为今天的1元钱，通过某种投资，一年后预期可以变成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1.05元钱，那意味着一年后的1.05元钱等于今天的1元钱，或者一年后的1.05元钱折现到现在是1元钱。在这种假设下，你使用的“折现率”是5%，公式为

资产的现在价值＝资产一年后的价值／（1＋折现率）

用一些特定的方法评估某项资产的价值，简称“估值”，这是当动词用，“估值”两字当名词用时，是指资产价值评估的结果。估值的结果可能是绝对的，比如我们说一家小企业值2000万元；也可能是相对的，有时我们会说一家上市公司股票估值20倍市盈率或者3倍市净率。

针对不同种类的资产，估值的方法多种多样，但万变不离其宗，最基本的估值方法只有一个，那就是“现金流折现法”。这种方法的原理很简单，如果你能知道或者预测出一项资产未来的现金流，那么只要选取恰当的折现率r，将每笔现金按时间折现，就可以计算出该项资产的价值。

（二）用现金流折现法给债券定价

债券是最容易定价的资产，因为它的现金流是大致确定的。

假设有一只一年后到期的无息债券，面值100元，没有利息。在不违约的情况下，它的现金流就应该是一年后收到100元；如果违约，则既有可能延期收到100元，也有可能按期收到少于100元，还有可能完全收不回本金。那这只债券现在值多少钱呢？因人而异。比如投资者甲觉得这家借债的企业信用极好，不可能违约，而他现在正好有一笔闲钱，除了定期存款和国债也没有其他更好的投资渠道，5%的回报率他就很满意了。这时，这只债券对甲而言的价值就是

100/（1+5%）=95.2381

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再如，另一位投资者乙，她的一款年化收益率为7%的一年期理财产品刚到期，有一款新的年化7.5%的理财产品刚出来可以无缝对接，如果要说服她改买这只债券，最少要达到8%的利率她才愿意折腾，那这只债券对乙而言的价值就是

100/（1+8%）=92.5926

还有一位投资者丙，他亲戚在这家发债的企业上班，告诉他这家企业最近经营很困难，他判断本金不是100%安全，有一定的违约风险，如果非要买这只债券，他认为起码得有10%的年化回报率才值得冒险。这样，这只债券对丙而言的价值就是

100/（1+10%）=90.9091

折现率也可以理解成投资者要求的回报率。如果你只要求一年5%的回报率，债券价格低于95.2381元就可以买入；如果要求一年10%的回报率，那你必须等债券价格跌到90.9091元以下才能买。反过来，上市债券的持有人，如果要求一年8%的回报率，那价格低于92.5926元就可以继续持有，高于92.5926元就应考虑卖出。

正是因为不同投资者对同一资产的要求回报率不同，才会出现同一价格，有人觉得贵要卖出，有人觉得便宜要买入，才会产生成交，才有市场价。对于交易活跃的资产，成交价格对应的那个折现率往往是当时市场上大多数投资者认可的要求回报率，要求回报率过高或过低的投资者一般很难成交。你也可以这样理解，资产的市场价是由买卖双方投票产生的，因此也有“市场短期是投票机”的说法。作为发行债券的企业，在制定发行价格时，要充分考虑市场上大多数投资者对这只债券的要求回报率，以免定价过高发行失败，或者定价过低自己吃亏。企业发行债券时，会给出一个票面利息率，即这支债券每年或每半年按面值计算的派息比例。票面利息率不同于折现率，前者在债券生命周期内是不变的，后者因人而异、随时变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

复杂的债券，未来会有多笔现金流，如何折现呢？假设有一只3年后到期、面值100元、票息率6%、每半年付一次息的债券，那在不违约的情况下，它未来的现金流应该是：0.5年后3元，1.0年后3元，1.5年后3元，2.0年后3元，2.5年后3元，3.0年后连本金带最后一笔利息共103元。假设折现率取5%，把每笔未来现金流都按其需要等待的时间折现，第几年后的现金就除以1.05的几次方，然后汇总求和得到该债券的价值为

$$3/1.05^{0.5}+3/1.05^{1.0}+3/1.05^{1.5}+3/1.05^{2.0}+3/1.05^{2.5}+(100+3)/1.05^{3.0}=102.9250$$

（三）不同大类资产的折现率

不同大类的资产，定价时选取的折现率差别很大，但都遵循一个基本逻辑：风险越大，折现率越高，意味着投资者要求的回报率补偿越高。这里所说的风险，主要是指资产价格的波动性。资产未来的现金流越不确定，人们对其现金流的预期分歧越大，变化也越大，从而资产价格的波动就越大，风险也越高，人们对这类资产的要求回报率越高，折现率也就取得越高，反之亦反。

通常来说，短期的美国国债、中国国债，基本不存在违约风险，还本付息的现金流和时间非常确定，投资者对其要求回报率最低，其折现率也被称为无风险利率。5年期、10年期、20年期的美国或中国国债，理论上的违约风险大那么一点点，投资者的要求回报率会提高一些。一些小国的国债违约风险就高多了，甚至会发生“国家破产”，其国债的要求回报率就会高很多。大型商业银行的信用略低于国家信用，但银行存款灵活性更高，所以同期国债利率、银行定期存款利率、银行大额存单利率都差不太多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

绝大多数企业的信用通常不如大型银行，所以企业发行的信用债券，利率应该高于国债和银行存款，因为投资者必然要求更高的回报率。现实中，不同企业发债的利率差异可能很大，即便是同为AAA信用评级的大型企业。比如，2015年万科在国内发行50亿元5年期公司债，发行利率低于4%，而同为AAA评级的恒大地产发行495亿元5年期公司债，平均利率接近7%。同期，5年期国债利率大约为3%。违约风险较高的企业发行的债券也叫垃圾债，或者高收益债券。视违约概率不同，垃圾债的要求回报率经常高达百分之十几，有时甚至百分之二三十或更高。

相对于债券类资产，权益类资产则复杂得多，因为未来现金流很难确定。较为常见的权益类资产是股票，股票的未来现金流主要是卖出时的价格，波动非常大，其次是现金分红，但很多股票的分红可以忽略不计。正因为股票的波动风险远大于债券，所以投资者对股票的要求回报率理应比债券更高，即折现率应更大。股票当然也要分类，蓝筹大白马股的波动风险一般比其他股票要低，要求回报率也会较低。实践中，投资者一般对蓝筹白马股选取8%~11%的折现率，对其他股票选10%~15%的折现率。我只投资好公司的股票，在估值时一律选择10%的折现率。有些股票投资者选8%的折现率，我觉得太低了，有些违约风险很低的理财产品，比如恒大财富的一些线下产品，年化收益率都能有6%~8%，股票起码应该要求更高。

上市前的初创企业的股权，也是权益类资产，是创业投资基金、风险投资基金的投资标的。由于这些股权价格波动风险更高，成功了可以赚几十倍，失败了血本无归，同时流动性较差，投资者往往用25%~50%的折现率来估值，意味着他们至少要求年化25%~50%的回报率。

现实中，大类资产的折现率区间不会一成不变，而是随短期无风险利率和通货膨胀预期而整体平移。20世纪90年代初，我国发生比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高的通货膨胀，那时一年期银行存款利率都高于10%。

（四）用现金流折现法给股票定价

股票的未来现金流是什么？这取决于你所站的视角，以及你打算持有多久。第一种情况，如果你就是个打算长期持有几十年收分红的小股东，那么对你来说，股票的现金流就是每年的税后现金分红。第二种情况，如果你是企业的控股股东，或者你选择站在控股股东的角度看待企业，那这家企业的现金流叫“自由现金流”，后面会给出定义。第三种情况，你持有股票的时间不能确定，平均为数年，那你能得到的现金流，就是你卖出时的售价和卖出前能收到的税后现金分红。至于第四种情况，短炒，把股票当作赌博的筹码的，本书不讨论。

在第一种情况下，投资者适合选择股息折现模型（DDM）来对股票估值。我们假设1年后可以获得的每股税后分红为D_1，2年后为D_2，3年后为D_3，n年后为D_n……，折现率取r，则按股息折现模型计算的股票价值等于

$$D_1/(1+r)+D_2/(1+r)^2+D_3/(1+r)^3+\cdots+D_n/(1+r)^n+\cdots$$

现实中很少有投资者用DDM模型给股票估值，因为企业的分红往往微不足道，但也有个别上市公司长期保持可观的分红，而资本市场又恰巧给予很低的估值，造成相对于市场价的股息收益率超高。中国恒大（HK.3333）就曾经是这样一家企业，5年的分红可以收回全部本金。我们事后知道，中国恒大的历史每股派息现金流为：2013年11月0.18港元，2014年7月0.54港元，2015年7月0.54港元，2016年7月0.45港元，2018年11月1.29港元。按照公司公开宣布的50%的派息比例政策，我预测未来的每股派息现金流将是：2019年底不少于1.50港元，2020年之后的每年7月，平均不少于1.50港元，可以持续10年、20年甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

至更长时间。有兴趣的读者，可以运用DDM模型，折现率取10%，倒算一下，在2013年7月，恒大地产的股票应该价值几何？然后再对照一下2013年7月恒大地产的股价，感受一下当时的低估程度。必须声明的是，以上预测仅供参考，不作为投资建议。

在第二种情况下，站在企业所有人的视角，使用什么现金流给公司估值更合适呢？金融教科书上给出的答案是“权益自由现金流（Free Cash Flow of Equity，FCFE）”，其公式是

权益自由现金流（FCFE）＝净经营现金流（CFO）－资本性开支（CE）

对制造型企业来说，净经营现金流并不能完全自由支配，全部用于分红，往往还需要添置新机器和用于其他必要的资本开支，以保持企业的竞争力。而“权益自由现金流”才是企业真正可以自由支配的现金流。把上面的DDM模型中的每股税后现金分红D_1、D_2…D_n分别替换成$FCFE_1$、$FCFE_2$…$FCFE_n$，就是权益自由现金流估值模型了。站在控股股东角度看，公司每股股票的价值等于未来每股权益自由现金流折现之和。

$$FCFE_1/(1+r)+FCFE_2/(1+r)^2+FCFE_3/(1+r)^3+\cdots+FCFE_n/(1+r)^n+\cdots$$

在实际应用中，无论是股息贴现模型还是权益自由现金流模型，人们往往采取分段法来预测企业未来的现金流。例如，首先预测未来3年分别的现金流，再假设第4至第10年能够维持一个比较低的复合增长率，最后假设从第11年起，现金流将保持恒定，或者仅以2%的相对于通货膨胀率的速度增长。越远期的预测，拍脑袋的成分越大。

二、市盈率和市净率的正确解读

（一）业余投资者没有“市值”的概念

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了现金流折现法这样的“绝对估值法”，投资者日常还会采用市盈率法、市净率法、PEG法等比较简便的“相对估值法”。从本质上来说，所有相对估值法都是在现金流折现法基础上衍生出来的。

市盈率＝市值／净利润＝股价／每股净利润

市净率＝市值／净资产＝股价／每股净资产

简言之，市盈率（Price Earning Ratio，P/E Ratio）就是公司普通股总市值相对于归属普通股股东净利润的倍数，或者股价相对于每股盈利的倍数。市净率（Price Book Value Ratio，P/B Ratio）就是公司普通股总市值相对于归属普通股股东净资产的倍数，或者股价相对于每股账面净资产的倍数。

大家平时买卖的股票，基本都是上市公司发行的普通股。普通股代表的是对企业的所有权，普通股股东拥有最后分享公司经济利益的权利和对公司重大决策投票表决的权利。通常，公司赚的“息税前利润（Earning Before Interest and Tax，EBIT）”，首先要支付债券所有人的利息，剩下的叫“税前利润”，接下来向政府缴纳所得税，再剩下的才叫净利润。不考虑合并报表的情况，如果公司除了普通股还发行了优先股，那净利润首先要保障优先股股东的分红，我们前面讲过的永续债就是一种优先股。优先股股东没有表决权，但分红权在普通股股东之前。最后剩下的利润，不管多少，都是普通股股东的。投资者日常讨论的股价，是指普通股的市场价格，如果没有特别说明，每股净利润和每股净资产，也都是指每股普通股的净利润和净资产。股价乘以企业发行普通股的总数，就是我们常说的市值，计算公式为

市值＝股价×普通股总股数

专业投资者更喜欢说一家上市公司的市值是多少，而非股价是多少。在不同上市公司之间比较贵贱时，对比市值远比对比股价直观，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因为每家上市公司发行的普通股总数是不同的。比如，你只知道A上市公司每股股价10元，B上市公司每股股价5元，是完全无法感受到哪个便宜哪个贵的。但如果你知道A上市公司市值1000亿元，B上市公司市值500亿元，那就意味着1个A公司可以换2个B公司。很多时候，都不需要对企业业务有多么深入的了解，凭常识简单对比市值，便知贵贱了。2015年6月，中小板上市公司的万达院线的市值达到惊人的1371亿元，而与此同时，香港上市的恒大地产才只有600多亿元人民币市值，这意味着买下万达院线的钱可以买两个多恒大地产了。当时万达院线拥有几百家电影院、年营业收入53亿元，净利润不足8亿元；而恒大地产则拥有几百个大型房地产开发项目，是销售规模过千亿元的全国龙头地产商，年利润百亿元左右。两相对比，很明显资本市场疯了，至少有一头定价错了，或者两头都错了。

非常可悲的是，我日常接触到很多被称为“韭菜”的业余炒股者，连市值的概念都不知道，仅凭每股股价的高低和历史K线图来感知股票的贵贱。在他们眼里，3元的股票比10元的便宜，100元的股票太贵了。一些上市公司，正是利用这一点，玩弄高送转的把戏。所谓十送十，其实就是把一股拆成两股，总股数增加了一倍，净利润总额没变，每股净利润降了一半，公司总价值其实没有任何变化。但是，由于每股股价因为除权瞬间降了一半，使得无知的业余炒股者以为股价比以前便宜了，盲目抄底买入。这就好比昨天猪肉30元／公斤，今早“大减价”啦，快来买呀，15元／斤啦。连基本的计价单位都搞不清楚还想炒股赚钱，与赌博何异？

（二）净利润恒定的企业可以给8.5倍市盈率

一家上市公司一年的净利润是100亿元，市值是1000亿元，市盈率就是10倍。如果用上一财年的净利润做分母，得到的是“静态市盈率”；如果用过去12个月的净利润做分母，得到的是“滚动市盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

率”或“TTM（Trailing Twelve Months）”；如果用下一财年预测的净利润做分母，得到的叫“动态市盈率”。

那么，如果一家企业的利润长期不增长也不下降，保持恒定，应该给多少倍市盈率呢？其实这个问题不难解决。虽然说现金流折现模型在现实中不大好用，但如果假设未来现金流已知，事情就好办了。

其实，拉长周期来看，企业的权益自由现金流总和与净利润总和是基本相同的，因为两之间存在以下经过简化的勾稽关系

权益自由现金流＝净经营现金流－资本开支

净经营现金流＝净利润＋折旧－运营资本增量

于是

权益自由现金流＝净利润＋（折旧－资本开支）＋运营资本增量

长期来看，所有购置的固定资产都要分期提折旧，因此资本开支总额等于折旧总额。具体在企业业务增长期，资本开支会高于折旧；在衰退期，资本开支会小于折旧；在平台期，资本开支大体等于折旧。因此对于处于平台期的企业，每年的新增资本开支大体等于存量固定资产的折旧。

而运营资本增量也有这样的规律。运营资本增量等于应收款、预付款、存货的增量，减去应付款和预收款的增量。当企业处于业务上升期时，运营资本需求是增加的，增量为正；反之，业务下降期增量为负；而在业务平台期，运营资本增量基本为零。

综合上述两方面可见，在企业业务平台期，每年的权益自由现金流与净利润是大体相当的；在业务增长期，权益自由现金流往往小于净利润；在业务衰退期，权益自由现金流大于净利润。

回到上面的问题：如果一家企业的利润长期保持恒定，应该给多少倍市盈率？这时，我们完全可以假设权益自由现金流就等于净利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

润。如果我们假设公司能够永续经营，净利润永远恒定，取折现率r，代入权益自由现金流折现模型，我们得到企业的价值为

公司的价值=净利润/（1+r）+净利润/（1+r）^{2}+净利润/（1+r）^{3}+…+净利润/（1+r）^{n}+…

运用等比数列求和公式，我们得到

公司的价值＝净利润／折现率

如果取折现率r=10%，则

公司的价值＝净利润×10

即在企业利润永久恒定的情况下，合理市盈率应该给10倍。

不过在现实中，能够永续经营的企业是不存在的，百年老店非常少，据统计，世界500强企业的平均寿命也只有40年。而上市公司上市时，往往已经“活”了十几年了。因此为了保守起见，我在给一般的企业估值时，往往只假设企业还能再正常经营20年，20年之后的价值忽略不计。除非是像贵州茅台、同仁堂这样的百年老店，可以假设再经营50年、100年都问题不大。于是，如果只考虑企业未来20年利润不变，20年之后清零，代入上述现金流折现模型，折现率还是取10%，可以得到

公司的价值＝净利润×8.5

对比可知，对于利润恒定的企业，价值主要体现在前20年，即便能永续经营，20年之后的所有价值也大约只占15%，这是因为20年之后的折现系数很高。

“利润恒定的企业公允市盈率8.5倍”，这是我在日常股票投资中常用的一个估值基准，也是一个非常重要的经验数据。换个角度说，如果市盈率显著高于8.5倍，意味着市场预期企业的利润将增长；如果市盈率显著低于8.5倍，意味着市场预期企业的利润将下降。反过来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果一家企业在市盈率很低的情况下，利润不但没有如期下降，反而持续大幅增长，那有可能就是你赚大钱的机会了。过去数年，以中国恒大为代表的龙头地产股，基本上个个如此。当然，历史不代表未来，具体投资时必须具体分析。

（三）PEG：预期利润增长率与市盈率的对应关系

投资者把市盈率法归为相对估值法，意思是说，单看一只股票的某个时点的市盈率，无法判断其是贵了还是便宜了，但如果与其他类似的股票横向比较市盈率，或者与该股票的历史市盈率区间（P/E Band）纵向对比，是可以大体知道该股票是相对高估还是低估的。当然这必须有一个大前提，用于比较的两家企业大致可比，尤其是未来利润的成长性差不多。通常，投资者一致认为，未来预期利润增长越快的企业，现在的市盈率可以更高，并发展出一种PEG方法，G就是成长性（Growth）。

PEG法提供了一种参考基准，如果企业未来3~5年利润的复合增长率是$g\%$，那么P/E等于g是合理的估值。需特别注意，使用PEG法时起码要预测未来3年的利润复合增速，而不能只用1年。假设未来3~5年利润的复合增长率是20%，股票现在可以给20倍市盈率；如果复合增长率是50%，可以给50倍市盈率；如果复合增长率是100%，可以给100倍市盈率。但如果复合增长率是0%呢？给0倍市盈率、股价为0吗？这显然就不合理了。低复合增速（<10%）情形是PEG法的盲区。

现金流折现模型是一切估值方法之母，其他估值方法都是由现金流折现模型演化而来的，包括市盈率法和PEG法。事实上，前文我们已经用现金流折现模型计算了一家未来20年净利润保持恒定、20年后价值清零的企业，取10%折现率，公允市盈率应该是8.5倍。使用同样的方法，我们可以计算出未来5年在不同的利润复合增长率情况下，公允的市盈率应该是多少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们考虑第1年到第5年的净利润复合增长率分别为0%、5%、10%、20%、30%、50%、100%以及-5%、-10%、-20%共10种情形，如表16.1所示。为便于对比，我们统一假设，企业生命周期剩余20年，第20年末残值为零，第0年的净利润为1个基准单位，第6年到第20年净利润增速为零。根据经验，当企业业绩高速复合增长时，资本开支大于折旧，净利润不能完全转化为权益自由现金流，这里我们酌情打个折扣，详见表16.1的第二列。而业绩低速增长甚至负增长时，净利润与权益自由现金流相当。代入权益自由现金流折现模型，我们得到每种假设情形下合理的市盈率，即表16.1的第三列。

表16.1　利润增长率与市盈率的关系

情形	第1年至第5年 复合增长率	第1年至第5年权益自由现金流占净利润比例	公允市盈率
情形1	0%	100%	8.5
情形2	5%	100%	10.4
情形3	10%	95%	12.4
情形4	20%	90%	17.6
情形5	30%	80%	24.3
情形6	50%	70%	45.6
情形7	100%	50%	172.1
情形8	-5%	100%	6.9
情形9	-10%	100%	5.6
情形10	-20%	100%	3.7

以情形7为例，第0年净利润为1个单位，企业前5年连续业绩翻倍，意味着第1年至第5年的净利润依次为2、4、8、16、32个单位，从第6年至第20年净利润恒定为32个单位。前5年按50%折算成权益自由现金流依次为1、2、4、8、16个单位，第6年起100%折算，恒定为32个单位。将未来20年的权益自由现金流代入现金流折现模型，计算出的结果是172.1个单位，除以第0年的净利润1个单位，得到172.1倍的静态公允市盈率。其他组合的算法同理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这张表非常实用。例如情形2，如果一家企业的净利润可以在未来5年以5%的速度复合增长，之后就长期不增长了，但也不下降，那现在可以给10.4倍静态市盈率。又如情形5，如果未来5年可以保持30%的复合增速，之后利润大体稳定，那现在给24.3倍静态市盈率是可以的。不难看出，当利润复合增速在10%以上时，PEG法是大致合理的。

不过在利润复合增速小于10%甚至为负时，就脱离了PEG法的有效区间了。如情形9，企业未来5年净利润复合下降10%，一直降到第0年净利润的59%，之后能够止跌稳定，那公允静态市盈率应该是5.6倍。

在香港股市，投资者经常发现，有一些股票只有3~4倍的市盈率，这是否意味着这家企业一定被低估了呢？从表16.1可知，3.7倍市盈率意味着未来5年净利润将下降到现在的三分之一，之后能稳定住，或者意味着这家企业过不了几年就可能破产关门了。2013年，恒大地产全年归母核心净利润92亿元人民币，年报发布后的市值也就徘徊在400多亿元人民币，静态市盈率约4.5倍。这个股价蕴含的市场预期就是：利润将长期下降，或者几年内可能破产。

事实上，近些年来，资本市场给房地产龙头企业的市盈率普遍非常低，熊市里经常在4~7倍之间徘徊，牛市也不过7~10倍。这样的市盈率水平，充分表明了资本市场对这些地产龙头企业长期看空的态度，即便其短期盈利不下降，长期也是难以持续的，因为他们认为房地产行业的好日子已经过去了，随时面临崩盘。正是在这样的大背景下，出现了地产龙头股绝好的投资机会。我多次提到，如果你在2013年7月以3港元／股买入恒大地产股票，到2018年底，单靠现金分红已经完全收回本金了。而每股3港元多的恒大地产，在2015年之前不是偶尔挖坑，而是价格中枢。

巴菲特有句名言：“我们专挑那种能跨过去的一英尺高的栏，而避免去碰七英尺的高栏。”意思是说，不要挑战那种股价里已经包含很高市场预期的股票，超预期赚到钱的难度太大，而要寻找市场预期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

很低、企业很容易就能超预期的股票。这些年的地产龙头企业，就是这样的“低栏”。

（四）市净率小于1不代表低估

在成熟资本市场，上市公司“跌破净资产”，即市值小于账面净资产是经常发生的事情。但在A股，这很少见。于是经常有业余投资者看到某上市公司市净率小于1了，“破净了”，就觉得很便宜了。这是典型的思维误区。事实上，全社会所有企业的加权平均市净率本就应该等于1。

在我们讨论市盈率时，有一条“利润恒定的企业公允市盈率为8.5倍”的估值基准，在谈论市净率时，其实也有一条估值基准，即预期净资产回报率（ROE）等于全社会平均值的企业，市净率应该等于1。进而，预期ROE大于社会平均值的企业，市净率应该大于1；预期ROE小于社会平均值的企业，市净率应该小于1。

社会平均净资产回报率是多少呢？因不同经济体、不同年份而异，经验数据是8%~10%，蓝筹股的平均水平会好一些，在11%~13%。也就是说，如果一家企业的预期ROE能稳定在社会平均水平9%左右，那它可以值1倍市净率，即市值可以等于净资产，意味着投资者以等于账面净资产的价格购买这家公司的股票，预期可以得到社会平均收益率，这个价格是公允的。

但如果一家企业的预期ROE显著小于9%，那就意味着以账面净资产价格投资它，连社会平均收益率都达不到，很不划算。投资者为了起码达到社会平均收益率，就会要求以大幅低于净资产，即市净率小于1的价格买入。极端情况下，如果投资者预期某企业未来ROE持续小于0%，即连续亏损，则意味着账面净资产将逐渐减少，直至归零、变负，那市净率再低，投资者也不会出价购买。反之，如果一家企业生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

意很好，预期ROE显著高于9%，甚至能长期维持在20%以上，说明这家企业很赚钱，那外部投资者就会抢着购买它的股票，相互竞价的结果将使股票价格远高于账面净资产，市净率可能达到好几倍，直到投资这只股票的预期收益率回归社会平均水平。

奇怪的是，在A股，似乎是家上市公司都会得到投资者的追捧，市净率大于1是常态，破净反而成为罕见的事情，难道A股上市公司的整体盈利水平真的远远高于非上市公司？

还有一个问题必须引起投资者的注意：上市公司的账面净资产，是否客观公允？理论上，如果资产负债表上的各项资产和负债都是按照可变现的公允价值入账的，那当把企业停业清算时，变现所有资产，归还所有负债，所剩下的现金，就应该等于公司账面净资产。不过在现实中，资产负债表中的部分资产和负债经常会被高估或者低估，这就导致账面净资产也是被高估或者低估的，这使得市净率这一指标，在评估上市公司股价是高估还是低估时，用处不是很大。

三、成长股估值泡沫和保守的NAV法

（一）成长股，怎样的业绩增长才能匹配现在的市值

2015年6月，A股创业板、中小板和一些主板的新股、次新股的整体市盈率高到了癫狂的程度。6月12日，满仓地产、家电的我实在看不下去了，设计了一个“模板”发在雪球上，《某某成长股，怎样做才能匹配现在的市值？》，套用在世联行、海天味业、万达院线、汇川技术4只质地很不错的股票上，并与A股的格力电器、万科A和港股的恒大地产做对比。我并不想证明某只具体的股票一定高估了，一来我对这些股票缺乏研究，二来在理论上，如果这家企业未来真能像20世纪90年代的华为那样连续5年以上翻倍增长，那当时给100多倍的市盈率也不算贵。我只是提供一种思路，请这些股票的股东们思考，假设高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市盈率是合理的，那该公司需要怎样的内生和外延增长，才能匹配当时的市值？这样的增长速度是否现实，实现的概率大不大？这个模板的全文如下，以万达院线为例。

【万达院线：怎样做才能匹配现在的市值？】首先，万达院线是好企业，不然我不会来评论。处于青春期的企业，可以给高市盈率，因为可预见的业绩快速增长。不过，当企业成熟后，净利只能保持高位震荡时，10倍市盈率通常就是合理的估值中枢。万达院线现在的市值是1371亿元人民币，这需要它在成熟期时每年的净利润至少需要保持在140亿元左右的水平上，还不能太晚，因为时间也是有价值的。那么万达院线2014年53亿元收入，8亿多元的净利润，需要怎样的内生加外延增长，才能涨到140亿元净利呢？请各位股东中的投资者回答一下，投机者就算了，反正你们腿快。2007年的时髦行业中的龙头企业，招商银行、万科A等，现在复权股价都没有达到当时的高度。前车之鉴，不可不察。A股中也不是没有对不起现在市值的企业。比如格力电器，1850亿元市值，去年140亿元净利润，90亿元派息，两位数的业绩增长没有悬念。再如万科A，1700亿元市值，去年157亿元净利润，今年200亿元把握大。还有港股通的恒大地产，去年1300亿元的销售收入，100亿元左右的净利润，60多亿元的派息，现在才600亿元人民币市值。靠运气投机赚的钱，如何才能稳妥地保住胜利果实呢？买房，或者换成靠谱的股票吧。

模板的后半部分完全相同，前半部分分别代入其他几只股票及其相应的财务数据，就得到：

【世联行：怎样做才能匹配现在的市值？】首先，世联行是好企业，不然我不会来评论。处于青春期的企业，可以给高市盈率，因为可预见的业绩快速增长。不过，当企业成熟后，净利只能保持高位震荡时，10倍市盈率通常就是合理的估值中枢。世联行现在的市值是480亿元人民币，这需要它在成熟期时每年的净利润至少需要保持在50亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元左右的水平上，还不能太晚，因为时间也是有价值的。那么世联行2014年33亿元收入，4亿元的净利润，需要怎样的内生加外延增长，才能涨到50亿元净利呢？

【汇川技术：怎样做才能匹配现在的市值？】首先，汇川技术是好企业，不然我不会来评论。处于青春期的企业，可以给高市盈率，因为可预见的业绩快速增长。不过，当企业成熟后，净利只能保持高位震荡时，10倍市盈率通常就是合理的估值中枢。汇川技术现在的市值是500亿元人民币，这需要它在成熟期时每年的净利润至少需要保持在50亿元左右的水平上，还不能太晚，因为时间也是有价值的。那么汇川技术2014年22亿元收入，7亿元的净利润，需要怎样的内生加外延增长，才能涨到50亿元净利呢？

【海天味业：怎样做才能匹配现在的市值？】首先，海天味业是好企业，不然我不会来评论。处于青春期的企业，可以给高市盈率，因为可预见的业绩快速增长。不过，当企业成熟后，净利只能保持高位震荡时，10倍市盈率通常就是合理的估值中枢。海天味业现在的市值是1000亿元人民币，这需要它在成熟期时每年的净利润至少需要保持在100亿元左右的水平上，还不能太晚，因为时间也是有价值的。那么海天味业2014年98亿元收入，21亿多元的净利润，需要怎样的内生加外延增长，才能涨到100亿元净利呢？

（二）挤泡沫或需要10年

说来也巧，这几篇帖子发布的时间，差不多就是中小板、创业板的中长期大顶。2015年6月创业板指数的4000点，其实与2007年10月上证综指的6000点非常像，都是在一些热门的成长性行业形成了巨大的泡沫，区别只是2007年是“五朵金花”——银行、汽车、电力、钢铁、煤炭这些行业受到追捧，也包括高速成长中的房地产，而2015年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

变成了文化、教育、传媒、快速消费品、机器人等热门行业及“一带一路”“互联网+”等热门概念板块被炒作。

由于整个市场估值过高、泡沫太大，往往此后要花费数年时间挤泡沫。一转眼12年过去，上证指数再创新高仍然遥遥无期，即便在2015年的杠杆牛市中也只是摸到了5000点，这意味着市场中的绝大多数股票，如果你在2007年10月高点买入，到现在也解不了套。当然，总会有少数优秀企业能够在若干年后再创历史新高，2007年不算热门的格力电器花了2年就再创新高，宇通客车花了3年，贵州茅台花了4年，而当时热门的万科A和万华化学则用了8年，招商银行和中国平安用了整整10年才创出复权价新高。2015年之后的创业板和中小板，也很有可能面临这样的局面，多数股票解套无望，少数优秀企业花2~10年才能再创新高。这就是出价过高买入股票的代价，哪怕你买的真是好公司。需要注意的是，有些很快解套并再创新高的股票并非靠超出市场预期的业绩增速，而是靠资金推动的更高市盈率来实现，击鼓传花到了你的手上了，不妨也套用我上面的模板，思考一下是多拿一会儿，还是马上传给下一位？

转眼4年过去，我们不妨回顾一下当初举例的4只成长股的股价表现：万达院线已更名万达电影，截至2019年5月中旬的市值是340亿元，较4年前缩水超过75%；世联行市值99亿元，缩水近八成；汇川技术市值390亿元，缩水两成左右，还不错；而海天味业很不错，市值已经超过2500亿元，比4年前大增150%。我们发现，在2014年之后，海天味业继续保持约20%的复合净利润增速，到2018年净利润已经增长到44亿元。不过，海天味业的市盈率也从当初的46倍进一步升高到55倍。我无意得出海天味业高估的结论，只想说现在的市值中包含很高的成长预期。

我们再看看当初被选为对照组的三只股票：2019年5月中旬，格力电器市值3300亿元，较4年前增长近八成；万科A市值3050亿元，增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

近八成；恒大地产已经更名中国恒大，市值2500亿元人民币，增长超过300%，这还是在没有考虑分红再投资情况下的市值增长。而且，格力电器的市盈率还是13倍，中国恒大的市盈率还是6倍多，万科A的市盈率比当初还下降了，这意味着这几只股票股价的上涨主要靠净利润增长，而非市盈率上升驱动。

由此可见，拉长时间看，市场是具备一定有效性的，价格大体上还是会向价值回归。于是有这样一句话：股市短期是投票机，长期是称重器。

（三）美梦实现的概率有多大

为什么股市中总是周而复始地发生一些股票被过分高估、套牢一批人的惨案呢？这些人为什么会在高高的山顶上兴冲冲地接盘呢？他们当真都是完全不懂估值、毫无专业素养的业余炒股者？其实不尽然，还是有相当多的具备估值知识的甚至是相当专业的投资者，信念坚定地“只投资成长股”，认为只有小市值成长股中才最有可能出十倍股。他们发展出一套“成长股估值法”，用于解释为什么那些四五十倍市盈率的股票还不算贵。

他们说：“还在谈业绩和估值的，已经输在起跑线上了。”每一只热门成长股的背后，都有一幅非常诱人而又十分相似的前景，模板可以是：“这个细分行业是朝阳产业，很有发展前途，潜在需求巨大，市场会持续快速增长，在*N*年之后，也就是不远的将来，市场空间将达到多少多少亿。作为这个细分行业现有的几大龙头之一，凭借哪些哪些优势，公司很有希望成为行业老大，起码也是三甲，将占据百分之多少的市场份额。那时公司的营收和净利润将达到多少多少亿，哪怕到时只给20倍市盈率，那市值都得高达多少多少亿，折现到现在，就是多少多少亿。我们没有必要一步到位，给后面的人留点儿，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

先干到预期市值的一半再说！什么？以后不达预期、证伪了怎么办？那就再跌下来呗！”

然而稍有商业和概率常识的人，一看便知上述逻辑的死穴是：好梦成真的概率！任何时期，事后统计都能知道，所有这些好梦成真的概率绝对不到10%。然而在事先，做梦者无一例外地把自己这个梦实现的概率想象得非常乐观，早早地冠以“第二个某某某”“某某行业的某某某”头衔。“先干到预期市值的一半再说”意味着理想状况发生的概率接近50%。个体主观评估出较大的成功率，累加在一起的客观现实却是群体很小的成功率，其结果自然就是绝大多数美好的预期被证伪，最后的接棒者为之买单。

难道那些讲故事描述美好前景的人真的不具备浅显的概率常识吗？未必。部分人是真心看好自己投资的企业，但也有部分人其实只想做击鼓传花游戏中的一棒，把股价炒高之后，赶在证伪之前，把接力棒传给后来者而已。而中国股市的一大特点就是，无知博傻的炒股者实在是太多，太容易当接盘侠了。

（四）我高估了恒大冰泉

成长股应该怎么估值？我举恒大冰泉的例子来说明。2016年4月6日，我在雪球发表的《恒大多元化业务的内在价值300亿~2000亿元》一文中，对恒大集团旗下各项新业务做了一次大概的估值，其中包括恒大冰泉。

首先，我考虑了恒大冰泉最乐观的情形。按照当时已知的最新数据，恒大冰泉已经拍下遍布长白山北坡、西坡、南坡数十个泉眼的探矿权，远期潜在产能高达6000万吨。假设这些产能在15年后可以被充分利用，出厂价平均可达2元/升，年销售收入可达1200亿元。假设毛利率50%，毛利额600亿元，营销及管理费用100亿元，税前利润500亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元，净利润375亿元。给10倍市盈率，15年后的市值可达3750亿元。折现到现在，由于新业务不确定性很高，取折现率15%，现值470亿元。

其次，考虑保守情形。以当时农夫山泉年销售额100亿元左右的规模，假设恒大冰泉再过5年，即2021年可以达到年销售额100亿元。毛利率50%，毛利额50亿元，费用30亿元，税前利润20亿元，净利润15亿元。15倍市盈率，5年后价值225亿元，15%折现，现值约112亿元。

综合两种情形，2016年，恒大冰泉业务内在价值置信区间为[112亿元，470亿元]。考虑乐观情形难度太大，期望值向保守情形倾斜，拍了个150亿元。我在文章中称："如果恒大冰泉现在上市，市值仅150亿元，我会买入，将来可能发大财。"

不过，在我这次估值后仅4个多月，恒大集团就因为恒大地产与深深房重组的需要，出人意料地将恒大冰泉和恒大粮油、恒大乳业一起剥离出去，出售给独立第三方，三块业务总代价仅57亿元，大致相当于过去3年的亏损总额。

假设恒大冰泉业务真的能在港股单独上市，应该不会发生后面的剥离转让。但如果我当真以低于150亿元的市值买入了恒大冰泉股票，则有可能被深度套牢至今。至于能否解套，还要看2021年恒大冰泉能否至少实现百亿元销售额、15亿元净利润了。

通过这个案例可以感受到，成长股、新业务真的就是一项风险投资，现实和美梦可能相去甚远。即便你把置信区间上下限拉得很开，现实仍然可能比下限预想得更差。也许，最安全的下限就是零，这意味着干脆放弃没有取胜把握的投资。

（五）香港地产分析师错用NAV法

资本市场的有趣之处在于，林子大了，什么现象都有。有头脑发热、严重高估的现象，就有过于悲观、过分保守的情形。市场过去数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年来对地产龙头股的估值，就属于后面这种情况。

2017年9月下旬，我在雪球连续发表了几篇帖子，直言不讳地批评香港投行分析师错用NAV法给内地龙头地产股估值，这几篇帖子分别是《由于外资投行错用NAV法估值，给了我们十倍机会》《不用辩论，事实证明这些年投行用NAV法估值内房龙头彻底错误》《NAV法估值强势龙头内房错在哪儿》。

NAV（Net Asset Value）法，即净资产价值法是香港投行分析师在给所有房地产企业估值时普遍采用的方法，无论是对香港老牌房企，还是对内地龙头房企，有人称之为全球专业投资者在衡量房地产公司内在价值时首选、必用的估值方法。所谓NAV，是指在一定销售价格、开发速度和折现率的假设下，地产企业现有开发及储备项目的净经营现金流折现价值，加上投资物业的租金折现价值，加上账面现金，减去有息负债。换言之，就是假设未来几年房价平稳，开发商不再新拿一块地，只按既定计划把现有土地储备全部开发完并出售、投资物业全部按市场评估价出售，还清所有债务后，所得到的净现金流，最后，折现到现在的价值。

但依据这个方法计算出来的NAV，并非就是投行分析师给房地产企业的目标价，他们还要出于对预期收益不确定性的考虑，根据不同公司负债、现金流、盈利性等基本面的优劣再打一个折！例如，同样计算出每股NAV10元，对于分析师认可的优质企业，可以打九折，目标价9元；对于分析师看不顺眼的企业，可以打六折、五折甚至还有四折、三折的，仅给3~6元的目标价。前德银分析师就经常给恒大地产打三折。只有当股价显著低于这个打折后的目标价时，分析师才会推荐买入。

2016年6月，我看了一份内资投行香港分公司地产分析师对恒大地产的首次覆盖研究报告，具体是这样对恒大地产估值的，原报告的港元已转化成人民币：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

$$
\begin{aligned}
\text{恒大地产NAV} &= \text{土地储备及在建项目2128亿元+投资性项目769亿元+酒店及其他}\\
&\quad \text{固定资产212亿元+金融资产28亿元} - \text{净有息负债2126亿元}\\
&= 1011(\text{亿元})
\end{aligned}
$$

下面分项简要解读：

- 该行预测，恒大1.56亿平方米土地储备，包含待开发、在建及现房库存，全部卖出变现后产生的净经营现金流，折现价值为2128亿元。原理上，就是先分别计算每一个地产开发项目在估值时点之后将产生的净经营现金流现值，然后把所有项目的现值求和。由于这些项目已经支付过大部分土地款和部分建安成本，因此评估时点后的净经营现金流肯定是显著大于净利润的。该行指出，此次评估未包含深圳640万平方米未纳入土地储备的旧改项目，如果算上那些项目，NAV会高出数百亿元。
- 投资性项目NAV，769亿元，相当于恒大2015年末971亿元的投资物业账面净值的79%。
- 酒店、自用写字楼及其他固定资产，212亿元，与账面价值相近。
- 金融资产28亿元，与账面价值相近。
- 净有息负债额2125亿元，大致等于账面有息负债加永续债，再减去现金。

该份研报将1011亿元NAV折算成8.8港元／股，分析师再给打七折，得到6.20港元／股的目标价。

用NAV法给内房龙头估值是否正确？都不用辩论，直接看结果就知道大错特错了。以恒大为例，2013年香港投行计算的恒大地产NAV约5港元／股，目标价约3港元／股；2014年NAV升为7港元／股，目标价还是2.5~4.0港元／股，全靠加大打折力度维持；2015年投行评估的NAV提高到10港元／股，唱空投行的目标价区间仍然为2.4~4.8港元／股；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2016年由于房价大涨及土储扩张，恒大地产的NAV进一步提高到17港元／股左右，目标价仍然保持5~6港元／股，最低还有1.97港元／股的；2017年NAV也被升至25~30港元／股，常年唱空的投行分析师再怎么调整折扣也压不住了，只好在股价暴涨中纷纷引咎辞职，继任者一上来就直接把目标价调高到20~33港元／股。

如果只有中国恒大一家企业被错判，尚可认为香港投行地产分析师只是没看懂恒大，可以原谅。问题是他们同时也没看懂融创中国、碧桂园等一批民营内房龙头企业，这只能说明他们根本没有看懂中国房地产行业。有人申辩道，如果没有2016年以后的一轮房价暴涨，房企NAV也不会升得这么快。这就是判断能力的问题了，中国恒大、碧桂园、融创中国的管理层正是因为预判到市场即将走强，才决定加杠杆拿地的。

错就是错，不要辩解，直接检讨。方法是死的，人是活的，不能说方法错了，只能说人用错了方法。内地券商的地产分析师就普遍不用NAV法，为何？因为NAV法有一个显而易见的缺陷，就是只考虑了现有土地储备的价值，完全不考虑未来新拿地再投资的价值。但内地龙头地产商这些年始终处于高速增长期，每年都在大批量购置新项目，新拿的地比消耗的地还多。对于这些兼具品牌溢价和成本优势的龙头企业来说，正常情况下，每新拿一块地，即便不依赖土地升值，也是有正常开发利润的，否则不会拿。有预期利润，项目NAV就为正，企业总NAV都会因为这项投资被增厚一些。

当然，房价、地价会波动，企业NAV也会随之波动。如果房价、地价下跌，开发商所有存量项目的NAV都会下降，企业的NAV也会下降；反之，如果房价、地价上涨，开发商所有存量项目的NAV都会上升，企业的NAV也会上升。不过，对于像中国这样长期增长的经济体，房价、地价的大趋势是震荡向上。即便出现小周期回落，实力强劲的龙头开发商也可以着趁地价下降补充便宜的土地，待到下一轮小周期上升，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

NAV又会反弹得更多。因此，除非中国经济发生硬着陆，房价大跌并一蹶不振，否则房地产龙头企业的NAV就应该是长期震荡上升的，而外资投行过分考虑周期下行的风险，实则是看空中国经济。

NAV本来就严重低估了高成长内地龙头房企的价值，香港投行分析师还要再打一次折得出目标价，然后还要市场价显著低于目标价才推荐买入，折上折上折，可以想象内房龙头股这些年被低估到什么程度？格雷厄姆如果生活在这个时代都会笑醒，因为他所苛求的四折以下买入，在港股轻松实现，而且买的不是“烟屁股”，而是好公司。当然，在内房股上获利丰厚的投资者其实是香港投行地产分析师集体错判的受益者，但那些被误导做空者的损失谁来负责呢？

客观地说，NAV法有其合理性和适用范围。对于香港老牌房企，由于新拿地很少，主要靠已有土地储备缓慢开发，NAV方法是适用的。现在内地一些中小型弱势房地产企业，已经很少拿地，逐渐退出，对这些企业采用NAV法估值也没有问题。此外，恒大地产在引入战投时，投前估值就是使用不打折的NAV，这对双方也算公平合理。对于战投来说，免费分享了恒大那些诸如低价拿地能力等无形的竞争优势，今后所有新投资项目产生的收益也都由双方共享，预期收益相当可观。对恒大老股东来说，引战的价格比在严重低估的港股市场配股好太多，也并无不满。

投资者应该如何对内地地产强势龙头企业估值？我认为不打折的NAV是可以作为保守的估值下限的。至于合理估值，我们需要在考虑众多行业和企业因素的基础上，来预测企业未来利润的增长潜力及可持续性。

四、我的股票估值模型

（一）估值模型设计思路

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资实战中，我把股息折现模型和市盈率估值法结合起来，改良出一款供自己使用的、适用于所有行业好公司的混合估值模型。在我读过的投资书籍中，没有看到过完全相同的设计，不过不代表其他书中没有，也不代表现实中没有其他投资者在使用。大千世界，无奇不有，如有雷同，纯属巧合。

模型的设计充分体现了价值投资的思维。价值投资者因为公司股票低估而买入，通常会持有*N*年后，在股价回归内在价值时卖出。这种情况下，投资者得到的现金流很简单，就是*N*年内每年收到的每股现金分红，以及*N*年后卖出股票时的市场价。其中，每年的每股分红取决于上一年的每股净利润和派息比例，而*N*年后的股价等于第*N*年的每股净利润乘以届时的市盈率。我们发现，我们真正需要预测的，就是未来*N*年每年的每股净利润，每年的派息比例以及第*N*年的市盈率。有了这些，我们就可以代入现金流折现模型进行估值了。由于我们假设*N*年后股票已经实现了价值回归，因此届时的市盈率应该是一个“公允”的市盈率。这里我们忽略了分红的所得税，事实上，目前港股分红是免税的，A股持股超过一年的，分红几乎也是免税的，唯有港股通的分红有20%的所得税。

接下来我们要做出的选择是：*N*等于几？即我们要预测几年内的利润和派息比例，以及几年后的那个“公允市盈率”。价值投资者信奉的一条定律是：市场虽然短期经常无效，但长期是有效的，价格终究会向价值回归。因此如果*N*取得太小，时间不够长，很可能股票的价格不但没有回归价值，反而偏离得更远；但如果*N*取得太大，我们又需要预测很多年的净利润和派息比例，在这个变化太快的时代，又显得难度太大，很容易错得离谱。

目前，各券商股票分析师在写上市公司的研究报告时，普遍只对企业未来两年、最多三年的业绩做出预测，即便如此，也会经常因为偏差过大而被打脸。然而根据我有限的投资经验，如果取*N*=2或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

N=3，时间还是短，完全不足以保障股票的价格完成价值回归。以中国恒大为例，我是2013年1月开始买入的，到2014年底还没有解套，到2016年底虽然股价有所上涨，但反而低估得更加严重了。直到2017年，中国恒大的股价才出现了非常显著的价值回归，虽然还是没有涨到我心中的合理价位。格力电器和万科A也是在2017年末的蓝筹股大牛市中才先后回归到我认为的合理价的，其中万科A在合理价附近停留不久又重新走向低估。

经过权衡，我最终选择*N*=5。我认为5年时间是比较充分的，市场可以纠正绝大多数估值错误，至少也是一度纠正或者部分纠正。于是在我的模型中，需要预测企业未来5年的净利润、派息比例，并给出5年后我认为的公允市盈率。这样，至少在形式上，我比市场、行业分析师“看”得更远些。

（二）模型详解

我的股票估值模型实际上就是一张计算表，为了便于存档、查找和比对，我把计算表做到数据库里。如果不会开发数据库，用Excel表也是可以实现的。模型计算表中有一些需要手工录入的已知参数和需要做出预测的变量，其余是根据预设公式自动计算出来的各种中间结果、关键指标和最终的估值结果。其中，已知的参数包括下面6项。

- EPS_0：第0年归普通股股东的每股净利润（Earning Per Share）
- DR_0：第0年的派息比例（Dividend Ratio），即分红占净利润的比例
- r：折现率，即要求回报率，我一律取r=10%
- $BVPS_0$：第0年末归普通股股东的每股账面净资产（Book Value Per Share）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- Q：总股本，即已发行的普通股总股数
- P_0：估值日的股票市场价

在模型中输入的需要预测的变量包括下面7个。

- g_1：第1年的净利润增长率（Growth Rate）
- g_2：第2年的净利润增长率
- g_3：第3年至第5年的净利润复合增长率
- DR_1：第1年的派息比例
- DR_2：第2年的派息比例
- DR_3：第3年至第5年的平均派息比例
- FP/E_5：第5年末的公允市盈率（Fair Price to Earning Ratio）

对于研究不够深入的企业，其实单凭拍脑袋也是可以对这7个变量做出预测的，靠不靠谱就不好说了。想做出靠谱的、特别是有别于市场一致预期的预测，肯定需要长期研究积累。7个预测变量中，前3个净利润增长率g_1、g_2和g_3是较为关键的变量，只有在对行业市场空间、企业市场份额、均价、毛利率、费用率、净利润率及其变化趋势了然于胸的基础上，才能做出比较靠谱的预测。尤其是前两年的g_1、g_2要做得更加有理有据，第3年至第5年的g_3倒是可以依靠“业务惯性”毛估。例如，前两年营收和净利润能够保持40%复合增速的企业，第3年至第5年虽然未必能保持，但只要离天花板尚远，实现20%的复合增速还是把握较大的。需要指出的是，g_1、g_2和g_3不是相互独立的，不要孤立地去理解。比如，g_2是在g_1的基础上继续增长，而非孤立地增长。举例来说，你预测g_1=100%，g_2=0%，但实际g_1=20%，g_2=0%，由于g_1偏差过大，g_2“蒙”对了也毫无意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果企业有既定、公开的派息政策，比如净利润的50%，那DR_1、DR_2、DR_3预测起来就有依据了。需要考虑的是，如果未来企业销售增速放缓，那派息比例是有可能趋势上调的。对于那些销售增长较快、没有明确分红政策的企业，对派息比例的预测要保守一些。

最后一个需要“拍脑袋”的模型输入变量就是第5年末的公允市盈率FP/E_5，拍脑袋时可以参考表16.1里面算出的那些经验数据。例如，你预测这家企业从第6年起，收入、净利润都停止增长，也不会下降，可以长期保持，那么就可以给这家企业第5年末8.5倍公允市盈率；如果预测企业的净利润从第6年至第10年还能保持20%的复合增速，从第11年起才停止增长并保持稳定，那可以给其第5年末高达17.6倍左右的公允市盈率；如果预测净利润从第6—10年将以复合负10%的速度萎缩，从第11年起企稳并保持恒定，那第5年末的公允市盈率给5.6倍左右比较恰当。

如何判断第6年至第10年的利润增速呢？行业生命周期是第一考虑因素，企业离天花板的距离以及前5年的历史增速也很重要。例如，我在预测汽车、家电等耐用消费品行业第6年以后的利润增速时，会倾向于零增长，即第5年末给予8~9倍的市盈率，因为国内汽车、家电行业渗透率已经很高了，5年后的增量不多了，存量更新可能会成为主流。在预测房地产开发企业时会更加保守，即便对于行业龙头企业，也会给出第6年至第10年利润轻微负增长的预测，对应第5年末6~7倍的市盈率，非龙头企业甚至只给4~6倍市盈率，这是因为5年后房地产行业的市场总空间有可能开始萎缩，而龙头企业的份额也停止提升了，非龙头企业的生存空间则更为狭小。在给快速消费品龙头企业做估值时，即便市场空间已经基本饱和，但考虑通货膨胀，也会假设第6年到第10年仍然能以个位数增长，并给出第5年末9~11倍的公允市盈率。至于贵州茅台这种“护城河”极深的个别企业，甚至可以给第5年末15倍左右的公允市盈率。原则上，5年后的公允市盈率要给得偏保守，不要对成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长性预期太高，这样才能留足安全边际，避免出价过高，增加投资的胜算。

有了上述已知参数和预测变量，我们就可以很容易地计算出下列中间结果。

- EPS_1、EPS_2、…、EPS_5：第1年至第5年每年的每股盈利
- D_1、D_2、…、D_5：第1年至第5年的每股分红（Dividend）
- $FP_5=EPS_5 \cdot FP/E_5$：第5年末每股股票的公允价格（Fair Price）

其中需要注意的是，分红往往在公布年报后实施，比如根据第1年的净利润做出的分红，往往要在第2年年中才分配到账，而第1年收到的分红，实际上是根据第0年的利润进行分配的结果，因此

- $D_1=EPS_0 \cdot DR_0$
- $D_2=EPS_1 \cdot DR_1$
- $D_3=EPS_2 \cdot DR_2$
- $D_4=EPS_3 \cdot DR_3$
- $D_5=EPS_4 \cdot DR_4$

为了方便计算，我们假设第2年末才收到上一年的分红，这比实际收到分红的时间可能平均晚了半年，符合保守原则。

至此，有了第5年末股票的公允价格和前5年的现金分红，我们已经可以按照现金流折现模型倒算出该股票在第0年末的公允价格FP_0了。

$$FP_0=D_1/(1+r)+D_2/(1+r)^2+D_3/(1+r)^3+D_4/(1+r)^4+D_5/(1+r)^5+FP_5/(1+r)^5$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此外，模型还能够自动输出下列中间结果及关键指标作为参考，只要你的财务功底扎实，就能自行给出计算公式：

- 第1年到第4年末的每股公允价格FP_1、FP_2、FP_3、FP_4，其中FP_4=（FP_5+D_5）/（1+r），依此类推；
- 第0年到第4年末公允价格所分别对应的市盈率；
- 第1年到第5年末归属普通股股东的每股账面净资产，其中$BVPS_1=BVPS_0+EPS_1-D_1$，依此类推；
- 第1年到第5年的净资产回报率ROE_1至ROE_5，其中$ROE_1=EPS_1/BVPS_0$，依此类推；
- 第0年到第5年末公允价格所分别对应的市净率；
- 第0年到第5年末公允价格所分别对应的公司股权公允市值（Fair Value，FV）。

本模型最终要输出的结果，是股票当前的评估价值，具体可以选择第0年末的公允价格FP_0或者第1年末的公允价格FP_1。我倾向于选择后者，因为估值的时点都在第0年的年报发布之后，这时第1年已经过去一个季度了。进一步，我们可以把股票在评估时点的市场价格P_0和FP_1做比较，计算出：

- 股票当前市场价P_0对应第1年末公允价格FP_1的折扣，即P_0/FP_1；
- 第1年末公允价格FP_1对应当前市场价P_0对应的预期回报率，即FP_1/P_0-1。

假设第1年末公允价格10元，当前市场价7元，表示市场价打了七折，安全边际较大，可以考虑买入；如果当前市场价13元，则溢价30%，高估了，可以考虑卖出。市场价相对于第1年末公允价格打折越多，预期回报率越高，溢价越多，潜在损失越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（三）内在价值的置信区间

用我改良过的混合估值模型，可以计算出股票在指定时间的公允价格FP，比如第0年末或第1年末或第5年末的公允价格，但这些公允价格是否就是价值投资者想要寻找的该时点的内在价值呢？不是的。内在价值其实是一个看不见、摸不着、事后才能感知的“随机变量”，任何人、任何模型也不敢说自己算出的那个点就是内在价值，这不科学。

现实生活中有很多结果不确定的事件，概率统计学称之为“随机事件”，比如明天的降雨量、掷一次骰子的点数、下个月公司能卖出多少件产品，等等，也包括我们前面试图预测的企业未来5年的净利润、分红。从事后看，这些事件最终都会有一个确定的结果，但从事前的角度看，这个结果并非必然发生，还有其他可能出现的结果，有很多无法控制的随机因素对这一事件产生干扰。如果历史重演一次，完全有可能出现不同的结果。因此，在预测这些随机事件时，试图精确地做出单点预测，压根就是错误的。

理论上，正确的做法应该是先了解随机事件各种可能的结果及其发生的概率，再做出其概率分布。无论其概率分布是正态分布、对数正态分布还是其他分布，都可以进一步给出一个置信区间。置信区间至少要求95%的“置信度”，即有95%的概率，随机事件的结果落在置信区间内。就股票估值而言，我们会要求95%的概率，一只股票的内在价值落在置信区间内。至少内在价值低于置信区间下限的概率不能超过5%。为什么用95%，因为概率统计学中，习惯把发生概率大于95%的事件称为“大概率事件”，把发生概率小于5%的事件称为“小概率事件”，并认为“小概率事件一次实验不可能发生”。

不过现实中，由于信息非常不充分，我们是不可能做得这么严谨而精致的，凭感觉、拍脑袋、毛估估是必不可少的。实战中，我在每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

次使用模型对股票进行估值时，起码会分别做出保守和乐观两版预测，有时还会有折中的期望预测。其中，乐观预测也并非漫无边际的乐观，往往以企业管理层公开给出的挑战目标为依据，计算一下，如果实现了，公司会值多少钱。实际情况比乐观预测还要好没关系，这只会使你的投资收益更高。事实上，好公司经常会超出你的乐观预期。但保守情形则应尽量估计得保守再保守，用概率的语言说就是出现比保守预测还差的情况的概率不能超过5%。怎么验证呢？如果你做了100次股票估值，事后统计，比保守情形还差的情况出现的次数不超过5次、6次，那你的预测就合格，否则如果出现了10次、20次，那以后你做预测时还要再保守些。将保守预测和乐观预测分别代入估值模型，就会得出一个保守公允价格和一个乐观公允价格。以保守公允价格为下限，以乐观公允价格为上限，我就得到了该公司股票的“内在价值置信区间”，内在价值低于这个区间下限的概率小于5%。

下两节，我们具体讲解股票估值的实战案例。

五、我对格力电器的估值实例

2014年1月20日，格力电器发布了2013年度业绩快报。快报称：预计2013年度实现营业收入1200.3亿元，同比增长19.0%；归母净利润108.1亿元，同比增长46.5%；以当时约30亿股的总股本计，基本每股盈利3.60元。

看到快报，我立即刷新了格力电器股票的估值。由于格力后来曾经10送10，总股数翻倍，为避免使用每股盈利、每股分红的口径产生混淆，本节在讲述这一案例时统一使用归母净利润总额、派息总额来替代，而公允每股市场价格则按60亿股的口径折算。

（一）乐观预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

首先看乐观情形，如表16.2所示。表16.2中2013年归母净利润108.1亿元和派息比例40%是已知的参数，表16.2中的7个粗体字是需要输入的预测值，其余都是根据公式自动计算得出的中间结果和最终结果。

表16.2　2014年1月20日对格力电器的乐观估值

年份	净利润增长率	归母净利润/亿元	派息比例	派息总额/亿元	年末公允市盈率	年末公允市值/亿元	年末公允股价(60亿股)/元
2013年		108.1	**40%**		15.5	1672	27.87
2014年	**30%**	140.5	**39%**	42.2	12.8	1797	29.95
2015年	**20%**	168.6	**39%**	54.8	11.4	1922	32.03
2016年	**15%**	193.9	**39%**	65.8	10.6	2048	34.14
2017年	15%	223.0	39%	75.6	9.8	2177	36.29
2018年	15%	256.5	39%	87.0	**9.0**	2308	38.47

做出这版乐观预测的主要依据如下所述。

- 格力电器董事长兼总裁董明珠早先曾对外公开宣布了“5年再造一个格力”的目标，即在2012年1000亿元的基础上，营业收入每年增长200亿元，到2017年达到2000亿元。

- 2012年空调内销总量约6000万台，离天花板尚有约50%的增长空间。2012年国内空调渗透率只有户均1.19台，与日本的2.0台还有不小差距，预计2.3亿户城镇居民可带来每年2400万台的新增需求。1.7亿户农村家庭从户均0.16台增长到0.50台，每年可带来约650万台新增需求。预测市场饱和后，仅换机需求可以维持每年8300万台的销量，但这部分市场启动还不充分，国内居民换机并不积极。预计国内市场新增需求叠加换机需求，峰值为每年1亿台，之后市场空间可维持在8300万台左右。此外，均价方面，变频空调替代定速空调、高能效空调替代低能效空调、家用中央空调替代分体空调都将驱动均价稳中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有升。格力电器在国内市场品牌口碑非常突出，接近40%的份额可以保持。

- 海外发展中国家家用空调市场潜在空间巨大；格力独创的双级变频技术有望将空调适用范围扩展到寒冷地区的分散供暖；格力外销的30%为自主品牌，70%为低毛利贴牌出口，自主品牌比例和出口毛利率有进一步提高的潜力。
- 国内中央空调市场空间有较大增长潜力，格力约15%的市场份额有较大提升空间。
- 晶弘冰箱、格力净水机、格力空气净化器等新产品有望贡献一定的销售收入。
- 2013年已按计划实现了1200亿元的销售目标。
- 2011年、2012年、2013年前三季度的毛利率依次为18.4%、26.1%、29.4%，且呈逐季度上升的趋势，背景一方面是铜等原材料价格大幅下降，另一方面是空调行业市场格局已定，价格战熄火，市场均价稳步提升，价格和成本形成剪刀差。
- 2012年以来，资产负债表的其他流动负债中的预提渠道返利异常增加，从2011年底的83亿元大幅增加到2013年6月底的188亿元，显著高于营业收入的增幅。根据我的经验，此处像一个“利润蓄水池”，有“丰年”藏利润的嫌疑，即便未来遇到“荒年”，也可放水调节。
- 2011年至2013年的净利润率依次为6.3%、7.4%、9.1%，未来几年很可能逐年上升。

在上述依据的基础上，我认为董明珠提出的每年增长200亿元的销售目标有实现的可能性，可以作为乐观预测，即2014年至2017年的营业收入增长率依次为16.7%、14.3%、12.5%、11.1%。而净利率我判断很大概率会逐年提升，2014年达到10%，2015年达到10.5%，2017年达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到11%以上。这样，未来5年，格力电器净利润的增长率将超过销售收入的增长率。最终，在乐观版估值中，我假设2014年净利润增长30%，2015年增长20%、2016至2018年复合增长15%，5年依次为140.5亿元、168.6亿元、193.9亿元、223.0亿元和256.5亿元。

2009至2012年实际的派息比例依次为32.2%、19.8%、26.9%、40.5%，并不稳定，但考虑到格力电器截至2013年三季度非常强劲的经营净现金流，我认为未来几年维持较好的派息率并不困难，因此确定估计值为39%。

至于最后一个需要拍脑袋的输入变量，第5年末的公允市盈率，我认为格力电器仅凭空调主业，在2019年之后应该增长乏力了，而新产品能否成功在当时还看不清，故暂不考虑。综合考虑，可以假设2019年之后利润、派息维持稳定，给予8.5倍左右的公允市盈率。于是在乐观版本中，我给了第5年末9倍市盈率；在后面的保守版本中，则给出8倍市盈率。

以2018年256.5亿元的预测净利润计，乐观情形下，2018年末格力电器的公允市值应该是2308亿元。如果按照后来10送10之后约60亿股的总股本计，2018年末的公允股价应该是38.47元。倒推出2014年末的公允市值应该为1797亿元，公允股价应该是29.95元。

（二）保守预测

同时，我还进行了保守预测，如表16.3所示。

表16.3 2014年1月20日对格力电器的保守估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年份	净利润增长率	归母净利润/亿元	派息比例	派息总额/亿元	公允市盈率	年末公允市值/亿元	年末公允股价(60亿股)/元
2013年		108.1	40%		10.5	1137	18.95
2014年	15%	124.3	35%	37.8	9.8	1213	20.21
2015年	15%	143.0	35%	43.5	9.0	1291	21.51
2016年	10%	157.3	35%	50.0	8.7	1370	22.83
2017年	10%	173.0	39%	61.3	8.4	1445	24.09
2018年	10%	190.3	39%	67.5	8.0	1522	25.37

在保守版估值中，我从各个方面都进行了“压缩”，以留出足够的余地，避免实际情况比这版预测更糟。每一年的净利润增长率都比乐观情形有所削减，这使得未来5年的净利润分别只相对于乐观版本的88%、85%、81%、78%、74%，以格力的实力和那个“利润蓄水池”，我相信完成这个保守目标把握很大。此外，派息比例也调低到35%，第5年末的公允市盈率，如前文所说，只取8倍。于是，2018年末的公允市值应该是1522亿元，倒推出2013年末的公允市值应该为1137亿元。如以后来60亿股的总股本计，2014年末的保守公允股价应为20.21元，2018年末应为25.37元。

（三）置信区间及买入评级

有了保守和乐观两个版本的估值，我就得出了格力电器2014年底的内在价值的置信区间：总市值的区间是[1213亿元，1797亿元]，如以60亿股计，每股股票的内在价值置信区间是[20.21元，29.95元]。

估值当天，格力电器的总市值是872亿元，显著低于内在价值置信区间的下限。毫无疑问，评级“买入”，强烈推荐！当天的市场价为29.00元／股，这是对应30亿股本的，如果复权成60亿股本，就是14.50元／股，同样显著低于置信区间的下限。

那么，如果你当天以市场价买入了格力电器的股票，预期收益是多少呢？这要取决于股价多长时间后可以回归到内在价值区间之内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

假设只需1年就可以回归合理，即到2014年末公允市值回归到置信区间［1137亿元，1797亿元］的中枢位置，大约1467亿元，再加上当年分红，算40亿元。这样，872亿元的投入，一年后产出1507亿元，回报率高达72.8%！当然，市场往往没有这么理想，如果不是超级大牛市，严重低估的股票很难一年就得到估值修复。我们不妨再假设买入4年后，到2017年底，股价才回归合理，算算复合收益有多少。查表16.2和表16.3可得，2017年末公允市值的置信区间是[1445亿元，2177亿元]，平均算1811亿元，再加上4年的分红合计216亿元，共2027亿元，相对于872亿元的初始投入，累计收益率132.4%，年化为23.5%，也算不错啦。

对于长期跟踪的股票，估值是滚动刷新的，每次年报、中报或者重大事件之后，都应该更新已知变量，重新审视一下乐观和保守情形的假设依据，对预测变量做出必要的修正，得出调整后的内在价值区间，指导买卖决策。

除了滚动刷新，事后检讨也是必要的。时至2019年，我已经可以“对答案”了，看看2014年1月20日那次对格力电器的估值靠谱不靠谱。篇幅所限，我们只核对一下2014-2018年净利润预测是否靠谱，请看表16.4。

年份	2014年1月20日保守预测/亿元	实际结果/亿元	2014年1月20日乐观预测/亿元
2014年	124.3	141.6	140.5
2015年	143.0	125.3	168.6
2016年	157.3	154.2	193.9
2017年	173.0	224.0	223.0
2018年	190.3	262.0	256.5
5年累计	787.9	907.1	982.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

分享完格力电器的估值案例，读者应该能够感受到，估值模型只是给股票估值的最后一步、临门一脚。在此之前，投资者需要收集很多信息，阅读很多资料，在深刻理解行业发展趋势及企业竞争战略的基础上，对企业未来若干年的营收、利润等关键经营指标做出具体的预测，进而得出模型所需要的输入变量。

至于我改良过的这个估值模型，我自己总结出几个优点：符合价值投资者中长期持有股票的实际情况；简明，输入变量少；输出信息量大；适用于对所有行业的好公司估值，便于跨行业比较。所有行业赚的都是同一种货币，没有高低贵贱之分，朝阳行业比夕阳行业的优势在此模型中被量化到第5年末的公允市盈率中。

我为什么特别强调“适用于好公司”呢？这是因为，只有好公司的未来5年业绩才是可预测的，公开信息比较丰富，企业执行力强，目标完成率较高，抗行业周期下行的能力更强。对好公司评估出来的内在价值置信区间才是比较“窄”的，类似[19，28]、[7，13]这样，你可以拍胸脯说，我有95%的把握，企业的内在价值会高于这个区间的下限。只有这样，当股票被错杀，股价低于区间下限时，才是明确的买入信号，低得越多，吸引力越大。当股价回归内在价值置信区间之内，接近区间中枢时，就可以开始分批减持。如果牛市中市场给出超过内在价值置信区间上限的价格，要果断清仓。

对于股市中绝大多数普通企业和比较差的企业，我没有能力预测未来5年的业绩。即便强行预测，也只能给出一个非常宽的置信区间，比如[3，30]，才能有把握内在价值落在这个区间内。如果你评估出的区间较窄，其实是自欺欺人，因为普通企业业绩经常大起大落，给投资者以惊吓，一旦实际情况差于保守预期，投资将变得非常被动。但[3，30]的置信区间对于买卖决策有什么用呢？股价几乎不会落到3元／股以下，也就根本没有买入机会。总之对于普通企业，价值投资者最好的策略就是放弃。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从2013年至今，我对恒大地产及更名后的中国恒大进行过多次滚动估值，使用的估值模型都是一样的，但由于恒大业务和报表的复杂性，每次估值使用的具体方法或利润口径都有所调整。早期，由于恒大的股价过低，我都没有必要对恒大的业绩做出多么乐观的预期，很保守地估一估，都有足够大的安全边际。或因如此，恒大的真实业绩表现在多数时候都超出我的乐观预期，导致了其内在价值置信区间多次大幅度上移。至少在2017年之前，股价即便有所上涨，也始终赶不上内在价值的增长速度。这也应了那句话：时间是好公司的朋友。

管理层给出的业绩指引，是给企业估值时的重要参考依据之一。在2013年3月底的业绩发布会上，许家印公开表态，恒大将从激进转向稳健，并预测未来5年销售和利润都将以20%~25%的速度复合增长。夏海钧博士当众疾呼，恒大的股价严重低估了。从恒大地产上市以来的土地储备与合约销售额两项领先指标来看，我判断其未来5年营业收入实现20%~25%的复合增长有很大把握，变数在于毛利率、净利率会周期波动，净利润能否保持与营收同步增长。

2013年6月，跟踪研究了几个月后，我首次对恒大地产进行估值。已知2012年公司归母净利润91.7亿元人民币，以增发后160亿股的总股本计，折合每股净利润0.72港元。但是，扣除投资物业公平值收益后，每股核心净利润大约0.48港元。由于分析师和专业投资者在给地产企业估值时普遍采用核心净利润口径，所以我在模型中选取EPS_0=0.48港元／股。

g_1、g_2和g_3较为关键，不过好在可以参考管理层给出的业绩指引。保守情况下，我选取g_1=20%、g_2=15%、g_3=15%，即第1年利润增长20%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第2年再增长15%，第3年至第5年继续复合增长15%。乐观情况下，我选取g_1=70%、g_2=40%、g_3=20%，即第1年利润增长70%，第2年再增长40%，第3年至第5年继续复合增长20%。之所以在乐观情形下，第1年的增长敢预测70%，是因为2012年营业收入只结算了653亿元，而2011年和2012年的合约销售额分别达到804亿元和923亿元，不出意外，2013年的营业收入将迎来30%以上的增长，同时毛利率也有反弹的可能。除了保守和乐观预测，我还做了一版折中的期望预测，选取g_1=35%、g_2=25%、g_3=20%。

至于派息比例，我认为2012年暂停派息是偶然的，在期望及乐观情形下，我预测未来将恢复20%的派息比例，保守情况下取10%。5年后的公允市盈率FP/E_5，我认为地产龙头企业2018年之后也许增长缓慢，但还不至于收入利润掉头向下，给8~10倍市盈率是合理的。但考虑到资本市场对房地产行业的悲观预期，我决定统一选取6.5倍。

代入模型后计算得出，到2013年底，恒大地产的每股内在价值期望值是6.8港元，折合总市值1082亿港元，置信区间是[4.7港元，9.5港元]，对应市值[750亿港元，1523亿港元]。而估值日的市场价格仅2.80港元/股，显然极其低估。此外，模型算出，到2017年底恒大地产内在价值的期望值是9.1港元/股。也就是说，2013年6月以2.80港元/股买入，持有4年半，期望回报率大约为225%，年化复合回报率大约为29%，可以令人满意。

5年后检讨，实际g_1=49%、g_2=-28%、g_3=67%，核心净利润5年累计复合增长率38%，显著高于管理层20%~25%的承诺，持股实际复合收益率也自然远高于29%的预期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相对于一年前，恒大地产内在价值的置信区间大幅上调。原因主要有三：一是2013年归母净利润同比增长37.5%，归母核心净利润同比增长48.8%；二是2014年春节前后，恒大地产开展了一轮大规模回购，总股数从160亿股缩减到146亿股，增厚每股净利润约9%；三是2013年的派息比例大幅提高到每股净利润的50%，每股分红高达0.54港元，并且管理层表达出一定的保持高派息率的意愿。

在我的估值模型中，未来5年的每股分红是重要变量，而恒大地产的每股分红占到当时刚刚除权后股价2.95港元／股的18.3%，如果未来能保持，将对内在价值产生举足轻重的影响。由于恒大地产的派息比例与每股净利润而非与每股核心净利润挂钩，因此为了便于预测每股分红，我改用2013年每股净利润口径的1.07港元作为EPS_0，而非以前用的每股核心净利润口径。

至于未来5年每股净利润的增长率，我则简单地选取保守情形$g_1=g_2=g_3=15\%$，乐观情形$g_1=g_2=g_3=25\%$，期望情形$g_1=g_2=g_3=20\%$，即2014—2018年的复合增长率为15%~25%，期望20%，理由为：一是“十八大”后，政府对房地产行业的政策基调是“保持平稳、健康发展”，这意味着政策面不会过度打压；二是强势龙头地产商市场份额快速提升的趋势已经非常明显；三是恒大地产已经开始在一二线核心城市大举拿地，我估计未来5年销售保持百分之二三十的复合增速问题不大；四是规模效应下，净利润保持与营收同比例增长也比较正常。这次估值时，暂未考虑恒大冰泉等多元化新业务。

派息比例，DR_0已知是50%，DR_1、DR_2和DR_3我选取30%~50%，即乐观情形保持50%，保守情形下调至30%，期望情形为40%。最后一个输入变量，5年后的公允市盈率FP/E_5，如果延用上一次估值时的6.5倍，得出的内在价值太“吓人”。我决定人为地调低一些，保守情形只选4倍，期望情形选5倍，乐观情形选6倍。现实中，即便是中国海外发展、万科企业、华润置地这样的地产蓝筹股，香港市场常年也就给7~8倍的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

盈率，如果到2018年底时遇到熊市，恒大地产只有4~6倍市盈率也并不意外。

代入模型后的计算结果，2014年底，恒大地产的每股内在价值置信区间是[7.3港元，16.3港元]，期望值11.2港元／股，对应市值区间[1070亿港元，2390亿港元]。而估值日的市场价格只有区区2.95港元／股。即便我人为地压低了估值，恒大地产的性价比仍然在我的股票池中遥遥领先于其他股票。

考虑到时间价值、分红再投资以及5年后的市盈率很可能超过4~6倍，我公开喊出：“恒大地产是可预见的10倍股！”从那之后，我逢人就说：“买恒大，10倍股。”

5年后检讨，以2013年归母净利润126亿元为基准，2018年归母净利润为374亿元，复合增长率高达23.9%，接近2014年6月做出的乐观预测。算上分红再投资，10倍收益已经轻松实现。

2015年3月底，恒大地产发布了2014年度业绩。由于永续债预支了归母净利润、恒大冰泉大额亏损等原因，恒大地产的账面利润低于我之前的预期，归母净利润零增长，归母核心净利润下降28%。

不过我认为，从长期来看，永续债预支和恒大冰泉亏损对利润的影响都是暂时的。其中，永续债预支的利润并没有实际损失，将来一定会还回来，而恒大冰泉虽然是实实在在的亏损，但不会一直亏下去。待永续债利润回吐和恒大冰泉扭亏时，账面利润就会发生报复性反弹。

这一版估值，除了把2014年的预测数据变成实际数据，对2015年之后每年的利润额预测基本保持不变。由于连续两年保持了高派息，预计50%的派息比例可以持续，市盈率维持4~6倍。更新后的内在价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

置信区间为[7.2港元，15.0港元]，较上一年略微下移，大致反映了恒大冰泉的一次性亏损。

一般来说，好公司的实际业绩表现多数情况下会超出保守价值投资者的预期，再加上时间价值，导致其内在价值置信区间大多数情况下是按年上移的，只有个别时候会因短期业绩表现低于预期而出现区间下移的现象。但对于普通公司，下移的情况就比较常见了。

后来，2015年下半年，由于中报不错，再考虑到多元化新业务带来的想象空间，我将恒大地产的内在价值置信区间上调到[8.0港元，20.0港元]。

2015年的年报，恒大冰泉等多元化新业务的亏损并未减少，而永续债对归母净利润的预支继续增加。这使得尽管营业收入增长了19.5%，净利润总额却下降3.8%，归母净利润下降17.0%，归母核心净利润下降37.5%。表面上看，这绝对是一份糟糕的年报，正如很多分析师和投资者所描述的——增收不增利。

不过，财报之外，恒大地产的房地产主业其实正在高速发展中，多元化业务布局也有声有色。为了拨开迷雾，看清本质，我决定对估值方法进行两项重要改变：一是将地产主业和多元化业务拆开，分别进行估值；二是在对地产主业估值时，将永续债对归母核心净利润的扭曲进行还原，以便看清地产主业的真实盈利能力。

2016年4月4日，我在雪球发表了《恒大的地产主业内在价值1400亿元人民币》一文，结论是：只算地产主业，不包括八大新产业，恒大地产价值1050亿~1800亿元人民币，价值中枢1400亿元人民币。对应9.50~16.00港元／股，中枢12.50港元／股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

文章首先阐述恒大房地产主业近两年良好的发展势头。2015年，恒大地产完成合约销售2013亿元，同比增长53%，土地储备实现了一二三四线城市均衡布局。2016年一季度，一二线城市楼市火爆，量价齐升，恒大地产的合约销售额同比暴增115%。有迹象表明，恒大始于2013年下半年的进军一二线城市战略及时而又成功，房价的增长使得那些项目的销售毛利率更有保障，前景一片大好。

接下来，我对恒大的地产主业做了一张损益表预算，时间跨度为2016年至2019年。第一步，我先预测了2016年至2019年的合约销售额，期望值依次为3000亿元、3800亿元、4300亿元和4300亿元，乐观和保守预测分别加减300亿元。

第二步是预测营业收入，我根据历史数据的回归分析，得出了一个经验公式

于是，推算出2016年至2019年的营业收入期望值依次为1840亿元、2700亿元、3540亿元和4100亿元。其中，2017年营业收入必将迎来大幅增长。我始终不明白，为什么2016年内所有投行地产分析师都预测恒大2017年营收不超过2000亿元呢？

第三步，假设扣除土地增值税之后的毛利率保持2015年22.6%的水平，营销及行政费用支出也与营收同比例增长，这样，核心净利润率将维持2015年的11.1%。于是，2016年至2019年的核心净利润期望值依次为204亿元、299亿元、393亿元和456亿元，复合增速可观。

第四步，估算少数股东权益及永续债持有人应该分得的权益。为排除永续债对归母净利润的扭曲，我特别假设永续债持有人也必须和合作股东一样，等到项目交楼的时点才能瓜分利润。最终得到恒大地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产2016年至2019年归母核心净利润的期望值分别为138亿元、201亿元、273亿元和323亿元。

在加回多元化业务亏损和永续债预支后，2015年恒大地产主业真实的归母核心净利润应该是122亿元，而非账面上看到的41.2亿元。据此，估值模型里的EPS_0取1.08港元／股。根据上面的预测，代入模型时，在期望情形下我选取了g_1=13%、g_2=45%、g_3=17%。保守和乐观情形则在期望情形的基础上小幅上下调整。派息比例除DR_0根据实际派息倒算为42%外，DR_1、DR_2和DR_3皆取50%，因为我估计以后每股净利润和每股核心净利润会趋同。最后一个变量，2020年末市盈率，仍然取保守4倍、期望5倍、乐观6倍，最终得到恒大地产主业每股内在价值置信区间为[9.5港元，16.0港元]，中枢12.5港元／股。

两天后，4月6日，我又在雪球发表了《恒大多元化业务的内在价值300亿~2000亿元》一文，首次比较系统地对恒大集团几块新业务进行了“拍脑袋”式的简单估值。每一项新业务，都相当于一只成长股，文章中首先明确了估值基本原则，比如单项业务估值结果不能是负数，要同时考虑乐观和保守情形及各自发生的概率，折现率取15%。

其中，恒大冰泉业务的估值前文已经讲过，内在价值区间为[112亿元，470亿元]，期望值取150亿元。恒大粮油业务，根据我的消费体验，恒大兴安的大米，吃过的都说好。我当时判断恒大粮油业务比较容易成功，5年后营业收入可达50亿~100亿元，净利润10亿~20亿元，15倍市盈率，相当于150亿~300亿元市值，折现为75亿~150亿元，当前可以值100亿元。农牧集团的咔哇熊奶粉因规模太小，先忽略不计。

恒大文化集团的恒大院线业务，预计2016年底会累计开业150家恒大影城，1200块屏幕。到2018年底，恒大影城计划开业300家以上。万达院线当时1000亿元的市值我觉得很离谱，400亿元市值是合理的。据此，恒大院线我估值100亿元。恒大体育盈利有难度，价值暂时忽略不计，无形资产会体现到地产主业的利润中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

恒大旅游当时主要指海花岛项目，不重复计算房地产销售部分，只考虑持有物业长期运营。根据项目规划，预计全部建成、稳定运营后年租金收入50亿~100亿元，净利润20亿~40亿元，12倍市盈率，240亿~480亿元市值，折现为150亿元。

恒大健康已经上市，当时市值100多亿元人民币，我认为长远看不过分，将来还可能受追捧。恒大地产控股其75%，可以估值100亿元。另一家恒大地产控股的上市公司恒腾网络当时市值两百多亿元，虚高，我认为100亿元差不多，恒大地产控股55%，估值可以算50亿元。

恒大金融产业中的互联网金融业务，预计每年规模1000亿~2000亿元，平台提成就算千分之五，也有20亿~40亿元收入，10亿~20亿元利润。15倍市盈率，估值150亿~300亿元，折现约100亿元。恒大人寿单收购牌照就花了39亿元，规模保费超过1000亿元应没问题，怎么也得价值200亿元吧。银行业务收购代价未知，暂时忽略。

上述各项新业务估值加总，合计950亿元人民币。考虑到恒大集团是整体上市，再打个折，800亿元人民币，折合每股7.0港元。乐观情形下，恒大转型成功，新业务值2000亿元人民币也不夸张。极端保守情况下，300亿元人民币总是有的。

这样，可计算地产业务与多元化新业务的合计数。

保守情形：地产1050亿元＋新业务300亿元＝1350亿元

期望情形：地产1400亿元＋新业务800亿元＝2200亿元

乐观情形：地产1800亿元＋新业务2000亿元＝3800亿元

综上，恒大地产当时的每股内在价值置信区间为[12港元，33港元]，期望值19港元／股，而估值时的股价不到6港元／股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2016年底，中国恒大的全资孙公司恒大地产完成了第一轮战投的引入，投前估值1980亿元人民币。而且，启东恒大海上威尼斯和海南海花岛两个重磅项目并未放在恒大地产中。这意味着，即便中国恒大除孙公司恒大地产之外的所有其他业务都不值钱，价值为零，中国恒大的股价都应该值16.4港元／股。事实上，战略投资者不但认可恒大地产1980亿元人民币的估值，而且认为以这个价格入股，仍然会有可观的投资回报。在引入战投的同时，恒大地产还对2017年至2019年的归母核心净利润做出了3年888亿元的业绩承诺。1980亿元的投前估值，相对于2017年10倍市盈率。

由于1980亿元仅是恒大地产截至2016年6月底的NAV，到2017年4月我刷新估值之前的9个多月时间里，恒大又添置了很多土地，加上全国房价地价普涨，NAV肯定又大幅升值了。此外，与一年期估值时相比，中国恒大已经剥离了亏损的农牧集团，2016年度首次登上全球地产行业销售冠军的宝座，还首次入选财富世界500强。

经过分析，我认为恒大地产主业3年888亿元的业绩承诺实现起来毫无难度，可以作为估值时的保守假设，考虑战投摊薄，2017至2021年的归母净利润分别取152亿元、205亿元、267亿元、347亿元和450亿元。由于农牧剥离后，中国恒大剩余多元化业务小盈小亏、互相抵消，影响不大，我没有再做具体估值，整体忽略不计。乐观情形下，我预测中国恒大2017至2021年的归母净利润分别为200亿元、310亿元、434亿元、608亿元和850亿元，也是只考虑了包括海花岛和海上威尼斯在内的地产主业。

随着中国恒大引入战投后净负债率大降，市场担心的资金链断裂风险几乎消失，加之许家印公开宣布从“规模”向“规模＋效益”转变，我预计，5年后市场给予中国恒大的市盈率会接近中国海外发展、万科企业等蓝筹地产股。于是，我把之前估值时使用的5年后4~6倍市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

盈率上调为6.5~7.5倍，派息比例仍然维持50%不变，恒大管理层已经公开宣布将保持这一派息政策。

代入模型，2017年4月，我将中国恒大每股内在价值置信区间刷新为[18.0港元，40.0港元]，期望值26.5港元／股，当时股价约8.0港元／股。

事后复盘，中国恒大2017年和2018年的归母净利润都超过了我的乐观预测。

到2017年8月底中期业绩发布前，中国恒大的股价已经飙升到20港元／股以上。而中期业绩则大超市场预期，包括我的预期，超预期之处主要是毛利率和核心净利润率大幅上升。2017年上半年销售毛利率高达35.8%，之前预期是30%左右；核心净利润率实际为14.5%，之前预期是10%~12%。此外，中国恒大累计土地储备已经飙升至2.76亿平方米，总货值接近3万亿元，足够满足未来5年所需。而土地储备平均成本仅1658元／平方米，保持低位徘徊，销售均价却逐年上升，业已突破万元大关，这意味着毛利率有望连续数年保持高位，每千亿元销售额能够产生的净利润比之前预期多出三成。

鉴于上述超预期表现，我于8月29日在雪球发表了《中国恒大：内在价值区间上调至30~58港元》一文。在这一版估值中，我预测中国商品房市场空间在惯性冲高后，即便回落，长期也很难低于10万亿元。据此，我估计中国恒大地产主业大约在2021年前后达到销售规模天花板，年销售额保守8000亿元，乐观1万亿元，并可以长期保持。达到天花板时的净利润率，保守情形下为12%，乐观情形下为15%。净利润总额，保守情形下为960亿元，乐观情形下为1500亿元。归母净利润，保守情形下为640亿元，乐观情形下为1000亿元。至于2017年归母净利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

润，我预测全年能有300亿~350亿元，这是因为2017年上半年已经实现了188亿元。

由于估值时二期战投已经成功引入，并宣布还将引入三期战投，预期中国恒大未来的经营发展将更加稳健。到2021年末，如果多元化业务能够取得突破，我想，中国恒大作为世界500强前100位的大型企业集团，市场给予7~9倍市盈率是比较公允的。

代入估值模型，2017年8月底，中国恒大每股内在价值置信区间是[30.0港元，58.0港元]，期望值42.0港元／股，当时股价约25.0港元／股。由于牛市中难以找到更加低估的股票，我选择继续持有。

事后复盘，2017年实际归母净利润243亿元，显著低于我预测的300亿~350亿元。深究后发现，主要原因是2017年6月底才加入的二期战投和年底前才入股的三期战投参与了2017年全年的利润分配。而之前，我以为战投只能从入股后参与利润分配。坦率地讲，战投规模大超预期，的确有助于恒大快速降低净负债率，但也较多地摊薄了短期的归属原股东利润。战投资金能否助力恒大做大利润蛋糕，尚有待观察。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十七章　怎样拿住十倍股

一、七折以下买入好公司

价值投资口诀：低估时买入好公司，长期持有至高估或有更好的机会时卖出。真正做到这句话，想不赚大钱都难。然而现实中，价值投资却知易行难。第十章已经从定性角度讲过为何要买好公司、如何识别好公司，第十六章又从定量角度谈过为什么买好公司才是胜算高的。本章则继续讨论买入、持有、卖出的问题。

（一）低于七折才能买

巴菲特式价值投资，强调只买好公司，并以低估、有安全边际的价格买入。但这两条有天然的矛盾性，好公司为什么能以低估的价格买到？通常，公认的好公司都是高估的，即便在大熊市里，也不过回落到合理的价格。有两种情况可能使好公司出现低估：一是公认的好公司遇到巨大危机，二是好公司在被公认之前。把握这两个机会，前者需要投资者坚信公司能够度过危机，后者需要投资者具有伯乐的眼光。例如，在2013年初，公认的好公司贵州茅台因为政府限制“三公消费”而陷入阶段性危机，股价腰斩；而中国恒大给资本市场的印象则是靠着高负债暴发起来的、主打三四线城市的、盲目多元化的问题公司。

你眼里的好公司都是大家公认的好公司，而你又没有能力识别尚未被大家公认的好公司，那怎么办呢？很多人就搬出巴菲特的一句名言：“与其以低价买入平庸企业，不如以合理价格买入好公司。”在实战中，急于建仓的投资者往往连等待好公司出现合理价格的耐心都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

没有，就急匆匆地高价买入。于是，2007年高点买入的招商银行和万科A，花了10年才能解套。

在我看来，以合理的价格买入好公司，肯定算是价值投资，但只是价值投资中级阶段。以低价买入平庸企业，即格雷厄姆推崇的“捡烟屁股”策略，是价值投资的初级阶段。什么是价值投资的高级阶段呢？自然是以便宜的价格买入出现阶段性困难或者尚未被公认的好公司。巴菲特那句名言，我想完整的表述应该是：“与其以低价买入平庸企业，不如以合理价格买入好公司，更不如以低估的价格买入好公司。”

每轮熊市低谷，都会出现不少以合理价格买入好公司的机会，这时候敢于逆势加仓、耐心持股到牛市的投资者，都能获得满意的投资回报。而以显著低估的价格买入好公司的机会，事后看并不算罕见，但事先绝非显而易见。比如，2013至2016年的恒大地产，钱就摆在地上，弯腰就能捡起，绝大多数人都以为是假币。再如，2013年的贵州茅台，难得出现股价腰斩，但只有像但斌、林园那样长年跟踪、看透本质、内心强大的投资者才能坚定持股甚至逆势加仓。又如，2013年初的腾讯控股，如果你预见不到微信的巨大潜力，你很难认为那个价格够便宜。

怎样才算够低估？才可以买入？格雷厄姆“捡烟屁股”时的要求是低于内在价值的四折。假如他对一家企业内在价值的评估值是10元／股，那只有市场价低于4元／股时他才愿意买入。在第十六章中，我把企业内在价值表述成一个置信区间，内在价值低于置信区间下限的概率不能超过5%。此外，我认为好公司的业绩更稳定、可预测，因而置信区间往往比较窄，类似［7元，13元］甚至[8元，12元]；而普通企业因为业绩波动太大、难以把握，必须配以较宽的置信区间才能确保95%以上的胜算，比如[4元，16元]、[3元，30元]。因此，我赞同格雷厄姆对普通公司四折以下才能买的苛刻要求，因为对于一家内在价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

值期望值为10元／股的普通公司，确实要4元／股以下买入才足够安全。当然，这样的经验性结论是无法通过严谨的理论推导加以证明的，能达到模糊的正确就可以了。

现实中，被很多人认可的好公司，股票长期供不应求，几乎是不可能出现四折以下的价格的，除非恒大地产这种不被人认可的好公司。因此，“四折以下”买入的机会，对于巴菲特式的价值投资者，可遇不可求。现实中，我认为“七折以下”买入好公司是有可行性的，只要不是在热门行业里，这样的机会在熊市还是会经常出现的。例如，2012年的宇通客车，2013年的格力电器，2014年的万科A，我都是以大约相当于内在价值中枢六折的价格建的仓。那时，地产、家电、客车都是冷门行业，行业龙头、大白马股的估值也都非常低廉。

价值投资的第一条精髓是“不亏损”，如果还有第二条，那就是记住第一条。不亏损不是指不能浮亏，买入后就必须涨，而是不能发生“永久性亏损”。无论是四折以下买入普通公司，还是七折以下买入好公司，都是为了降低“永久性亏损”发生的概率，留足“安全边际”。假设每股内在价值置信区间是[7元，13元]，你以6.8元／股买入，股价跌到5元／股，这时的亏损都是浮亏。只要你的估值靠谱，股价迟早回到你的置信区间之内，浮亏只是消磨你的时间，并给你继续加仓的选择。即便你当初估值时有些乐观，后来内在价值区间修正到[6元，11元]，你6.8元／股的买入价，还是有很大的获利卖出机会。但如果你当初过于乐观，发生了重大误判，或者企业遭遇“黑天鹅事件”，后来重估时内在价值置信区间大幅下移到[4元，6元]，市场价5元／股也是合理的，那你能否避免1.8元／股的“永久性亏损”，就只能靠运气了，或者通过漫长的等待，用时间价值来抹平高估的部分。

在我有限的价值投资经验中，我基本坚持每一只股票的每一笔买入都在“七折以下”，因此我买过的股票很少，重仓过的股票就更少。毕竟，能看懂的好公司的股价跌到七折以下并不多见。事后毛估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

估，以每只股票的每一笔买入为单位，大概三分之二的买入能在持有一年后浮盈，三分之一左右被暂时套住。但持有两年以上，超过90%的买入都是赚钱的，浮亏的几笔，就是2013年初买的恒大地产，到2015年初还未解套。而持有三年以上的买入，目前还没有亏损记录。因此我才会经常对朋友们说："以正确的姿势做价值投资，亏钱很难，赚钱只是时间问题。"在价值投资悟道者中，大多都有这样的同感。

炒股票的人喜欢说："会买的是徒弟，会卖的是师傅。"价值投资者则说："买对了，就成功了90%。"仁者见仁，智者见智吧。巴菲特式价值投资强调"只买好公司"且"只在七折以下买"，事实上是提高成功率的双保险。如果每一笔买入，最终都能赚钱，没有永久性亏损来抵销盈利，假以时日，你就能体会到复利的威力了。

（二）没有好机会就守株待兔

当你弄来一笔现金，想买股票，股票池中却没有一只七折以下的，怎么办？

作为一项试验，从2015年7月起，我在雪球上先后开立了10个模拟组合，其中港股组合6个，A股组合4个，分开建是因为雪球不支持混合组合。最初每半年新建1个A股组合和1个港股组合，后来改为每年元旦各建1个。所有模拟组合，我打算管理5年后关停。这样做的目的，是想验证一下：是否只要严格按照价值投资法则操作，任何时间、任何地点（市场）都能赚钱，都能取得至少5年1倍的投资收益，即复合15%以上。

我最早的一个，也是唯一1个满5年的模拟组合，并非在雪球上创建，而是2012年11月18日在东方港湾当研究员时，在WIND系统上建立的。当时有不少私募基金和公募基金的研究员喜欢在这个系统上面建个模拟组合玩，有意无意地相互比赛。后来我离开东方港湾，失去了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

WIND系统的操作权限，那个模拟组合也就没再维护了。直到2018年12月底，一个投资界的朋友在微信群里告知，我的那个模拟组合由于累计收益最高，在WIND里关注度最高。我请他截图给我看，才知那个“1亿元”起步的模拟组合，6年后市值涨到了5.76亿元。那是一个地产、汽车、家电3个行业、5家公司的组合。组合里包含6900万元现金，主要是这些年的分红所得，WIND系统不会把股票的现金分红自动再投资。在我停止维护前，格力电器和恒大地产应该各占四成左右仓位，万科A第三，长城汽车H和宇通客车仓位较小。

必须说明，模拟组合跟实盘组合最大的区别在于，亏了钱心不疼，大跌时没有来自内心或者客户的压力。因此模拟组合业绩再好，不能说明实盘就能做好。另外，个人账户做得再好，也不能证明能管理好基金；几千万元、几亿元的账户管得好，也不能证明百亿元规模的基金能管好。不过，模拟账户、个人账户都做不好，就不要去代客理财了。

回到上面的话题，新账户建仓时，没有达到满足买入条件的股票，怎么办？2018年元旦，在考虑新建A股模拟组合时，我就面临这样的情况。当时A股那些我关注的白马股，绝大部分都涨到内在价值中枢之上了，其中很多处于置信区间上限附近。当时最便宜的就属万科A，股价31元／股，我评估的内在价值中枢是41元／股，七点六折，没有达到七折买入标准。面对这种情况，我选择不新开A股组合，或者说，即便新开一个组合，也将持币等待，什么也不买。2018年1月是个疯狂的月份，万科A不到一个月就冲到了42元／股高点，完成了价值回归，然而熊市接踵而至，后来万科A竟然从高点下跌了一半。事后看，2018年全年，业绩领先的股票型基金，都是那些什么都不干的空仓躺赢者。

基本上，当股票池中没有股票可买时，往往是牛市比较疯狂的阶段。股谚有云：“熊市是聚宝盆，牛市是万人坑。”这种情况下，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

认为还是宁肯错过，不要做错。干什么呢？持有现金，守株待兔。在我的股票池里，会有三五十家按标准挑选出来的各行各业的好公司。每家好公司，就好比一棵树，三五十家就是一个小树林。平日里，跟踪、研究这些企业，给它们估值，就如同给小树林浇水、施肥。有些一看就觉得贵的好公司，花的时间就少些，一年刷新一次估值足矣。越是相对便宜的好公司投入的精力越多，跟得越紧，往往一年刷新两三次估值。浇水、施肥之外，就是耐心地坐在小树林边上，等待兔子撞上来。多种一些树，是为了提高兔子撞树的概率。至于兔子先撞到哪棵树上，一批来几只兔子，就无法预知了。当某家公司的股价连续下跌，跌破内在价值中枢的七折时，兔子就撞树了，就可以开始买入了。

（三）每家公司都设一个仓位上限

每只股票的仓位上限应该如何设定？是否可以满仓最好的一只股票？

关于持股的分散度，投资界是有较大分歧的。传统金融理论认为，分散持股可以降低风险，公募基金通常会持有20只以上的股票；而一些拥有长期成功经验的价值投资者认为，同时持有3~4个行业的3~7只股票是比较合适的。他们也会设定单支个股的持仓上限不得超过40%或50%，以避免“黑天鹅事件”的发生。我也认识一位比较极端的个人投资者，同一时间只持有一只股票，看准了就满仓加杠杆，也取得了10年百倍的收益。

作为个人投资者，我认为持股数量过多并不会降低风险，反而会因为精力有限跟踪不过来而出现失误。而且市场上很少同时存在十几、二十个差不多的好机会，总有几个机会更突出，刻意分散只会拉低组合的预期收益率。通常情况下，我赞成三四个行业，3~7支股票的组合集中度，而且前3只股票应该占到九成左右仓位。但我并不排斥个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

别时间段满仓到一只股票上，因为有些时候，确实有那么一个机会出类拔萃。

作为外部投资者，很难比企业老板和执行董事更了解一家公司，但比大部分分管副总裁、中层部门经理理解得更深刻还是有可能的。因为分管副总裁、部门经理的注意力往往集中在企业的某些部分，而具备相关知识、技能、经验的投资者是可以站在公司老板的角度思考全局的。在长达几年的时间里，我每天都会乐此不疲地花几个小时去了解有关恒大集团的方方面面，时而整理公开报告中的每个细节数据，时而阅读网络上一切有关恒大的或吹或黑的评论文章，时而在雪球、微信上与其他投资者互动、争鸣，时而看一场恒大足球赛，或参观一个恒大楼盘。每当恒大进入一个新行业，我就跟着去学习、了解，扩展能力圈，无论是恒大冰泉、粮油、奶粉、影院、寿险、互联网金融还是童世界、养生谷、高科技农业、新能源汽车；每当恒大颁布一项新政策、实施一项新举措，我都会站在许家印的角度，以常理而非阴谋论去揣摩、分析，理解其用意；每当股价大涨或大跌，我也饶有兴致地去揣测多头、空头和投机者的心理和行为。日积月累，自然就比绝大多数人知道得更多，理解得更全面而深刻。不要迷信投行的行业分析师，他们的时间要分散在行业内几十家上市公司上，而个人投资者，可以集中精力于最好的机会。

我认为，个股仓位的上限，应与你对这家企业的了解程度挂钩，而了解程度，与你投入的时间、精力正相关。大约在2016年，我给自己拟定了一条仓位纪律：对于一个行业或一家企业，深入研究不满半年，仓位不得超过3%；不满一年，仓位不得超过10%；不满两年，仓位不得超过40%；不满三年，仓位不得超过70%；不满四年，仓位不得超过90%。事实上，我从2013年元旦后开始研究恒大，可谓一见钟情，不到半个月就建仓9%，不到三个月就建仓约20%，显得过于仓促了，所幸没有看走眼。后来，两年加仓到40%，三年加仓到70%，四年加仓到90%，四年半加到接近满仓，节奏倒是比较合理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在密切跟踪三四年后，我已经自信对恒大这家公司的理解比所有行业分析师都深刻，胜算已经足够大，重仓并不会使我感到不安。基本面一些看似不妙的消息迷惑不了我，恒大一些令人费解的做法我总能较快做出靠谱的解读，因此被一些恒大空头称作“解释大师”。特别是当我认定恒大的风险基本等同于中国经济硬着陆的系统性风险、买恒大就是赌国运后，我觉得阶段性满仓一只股票也并无不妥。反正如果恒大的基本面下行，意味着中国经济遇到危机，许多高市盈率的行业、企业的基本面都将面临严峻考验，而恒大市盈率本来极低，股价可能还会跌得相对少一点。

当然，由于每个人的专业背景、研究能力、机缘等都不相同，对绝大多数投资者，我不建议满仓一只股票，同时持有3~4个行业的3~7只股票应该是常态。我在2013-2014年就是这样，我相信未来大多数时间也会这样。资本市场长期还是有效的，严重低估的股价，终究会向内在价值回归。随着低估程度的减弱，差不多好的机会就会出现，持仓也就可以顺势走向分散。正所谓持仓之道，分久必合，合久必分。

此外，对于股票池里的每家好公司，我会对其做出评级，评级决定个股仓位的上限。比如杰出企业，理论最高仓位可达100%；优秀企业，最高仓位不超过50%；准优秀企业，持仓上限不超过20%；其他企业，最多买5%。比如，华为、腾讯、阿里巴巴、恒大、万达是我2016年评出的5家中国杰出企业。个人意见，仅供参考。随着时间的改变，评级也会调整。

（四）“一把梭”还是分批买

当有符合买入条件的股票时，是一次买满，还是分几批买入，确实是个令人纠结的问题。这里不讨论持有部分股票、部分现金的情形，只考虑100%现金的新账户。我2016年元旦在雪球上新建的那个港股模拟组合，采用的是“一把梭”策略，直接全仓买成恒大地产。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为虽然恒大2015年的涨幅超过130%，但年末股价仍然只有内在价值中枢的五折，我认为足够便宜。如果分批建仓，股价继续上涨带来的踏空风险，大于股价下跌的被套风险。一把梭的下场是，买入即被套，一个多月后净值就跌破0.70，一套一年多，这要是基金，可能已经被迫清盘了。

后来我就反思，建仓是不是不该这么猛啊？是不是应该分最少三批建仓，越跌越买？2019年元旦新建A股组合时，尽管万科A等地产龙头股还很便宜，格力、美的等家电龙头也可以买，但我还是在第一批只建了50%的仓位，期待股价下跌再加仓。不过，后来A股就一路上涨了，走出一波大蓝筹行情。追高买是痛苦的，这个组合后来加到80%仓位，部分踏空。

因此，当有好的买入机会时，是“一把梭”还是分批建仓，恐无定论，只能具体情况酌情判断，然后碰运气。在熊市里建仓，如果有三折、四折的绝佳机会，由于错过的风险大于被套的风险，不妨首批建仓就直接买到个股仓位上限的70%以上，继续下跌再买满。如果只有一般的低估机会，不妨事先制订一个分批买入计划，七折买多少，六点五折加仓到多少，六折、五点五折、五折再分批买入多少，越跌越买。分批买时，要克服越跌越悲观的心理障碍，多想想好公司强劲的基本面，坚定地按计划执行，不要担心牛市不再来。如果建仓未完成市场就出现反弹了，不再有七折以下的机会，也应该收手不要追买了，不要担心熊市不再回来，现在不买以后就没有机会买了。事实上，近些年来，牛熊更替的频率越来越快了。

（五）是否应该永远留有现金

自2012年底开始价值投资至今，6年多来，我的个人账户，几乎95%的时间都保持98%以上的仓位，即便有个别交易日仓位低于90%，也会在随后几天很快满上。究起原因，主要是这些年中，股票池中始终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

存在绝好的投资机会，虽然持股会面临剧烈波动，但我认为持有现金简直就是浪费机会、浪费钱。比如恒大，股价在2017年之前长期处于不可理喻的低估状态，即便2017年大涨之后获得了较大的估值修复，但也始终没有回归到内在价值中枢，甚至连置信区间下限都只是偶尔越过就又调头向下。

不过，巴菲特强调，始终应该留有一部分现金，以把握天上突然掉下的馅饼。巴菲特把现金看作“一份永不过期的看涨期权”。买过期权的投资者都知道，看涨期权是期权的一种，就是在未来某个“到期日”或者之前，按约定的价格买入一项资产的权利。比如2017年10月，近8000名恒大集团的管理层和骨干员工被授予了7亿多股股票期权，行权期限最长为10年。初始行权价格是30.20港元／股，有分红会除权。在行权期的有效期内，如果中国恒大的复权股价高于30.20港元／股，员工就可以选择以30.20港元／股买入股票，并以市场价卖出，赚取差价。显然，行权时中国恒大的股价越高，赚得的差价就越大；反之，当股价低于30.20港元／股时，员工行权赚不到钱还会倒贴，就不会选择行权，期权到期时还不行权就会作废。每名被激励的员工，都会在行权期内，耐心等待一个好价格出现，以行权获利。获得期权都是需要支付成本的，通常是一笔钱，而员工的激励期权不用付费，但必须持续在公司工作，离职即作废。

为什么说持有现金是一份永不过期的看涨期权？首先，持有现金最大的好处是可以等待更大、更好的机会出现，一旦出现，可以立即把握，相当于行权；其次，持有现金也是有成本的，这种成本是机会成本，市场上总有一些还不错的投资机会，你不买入而持有现金就意味着放弃这些机会的潜在收益；最后，这份期权永远不会过期，你可以一直持有现金等待下去。

我很赞成这种说法。只是之前几年，中国恒大及其他几只内房龙头股就是我认为的绝好投资机会，出现更好机会的概率很小，我就没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有保留现金用于等待其他机会。或许将来，我能在组合中至少常备5%的现金头寸，用于接住天上掉下来的馅饼。当然，接住馅饼后，要在市场反弹后酌情卖掉一些股票，再空出5%的现金，否则又变成长期满仓了。

有些习惯于用杠杆的投资高手，会在熊市里加不超过30%的杠杆，以增持非常低估的股票，在牛市上涨时去掉杠杆，这样做，相当于把杠杆当作常备现金。我认为对于投资高手来说，这个策略可行，但不建议新手效仿。用杠杆绝对会上瘾，一旦头脑发热，突破上限，或者买错股票，将遭受灭顶之灾。既然很多投资大师都告诫大家不要借钱炒股，大家还是盲从算了，我在专业做投资的前六年半，都没有融过资。

二、只在三种情况下卖出

低估买入好公司之后，要卖出吗？什么情况下应该卖出？持有多久才卖出？是一次卖光还是分批卖？

（一）卖出股票的三种情况

价值投资者总结出，当且仅当出现下列三种情况之一时，才应该卖出股票：一是股价大涨之后，显著超过内在价值；二是企业基本面恶化导致内在价值大幅下降，股价高于内在价值；三是有更好的投资机会，卖出换股。前两种情况都是价格超出价值，绝对贵了；第三种情况是跟其他股票比，相对贵了。

第一种情况普遍发生在牛市中，股价太高估了，继续持有的预期回报还不如理财产品、银行存款或国债。2007年沪指6000点，我身在华为，公司不允许员工炒股，因此没有切身体会。但若干年后复盘，做事后诸葛亮，还是很容易判断出当时的高估程度。万科是不是好公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司？当然是。是不是高成长？是。但是，2007年最高点的股价，足足透支了后来8~10年的成长性，难道当时不该清仓吗？2015年的沪指5000点、创业板4000点我是亲身经历的。市场疯狂的时候，我股票池中绝大多数股票的价格都接近甚至超出了内在价值置信区间的上限，只有格力电器、万科A等少数几支还处于内在价值中枢附近。至于中小板、创业板则普遍贵得离谱，说平均透支了未来10年以上的成长性也不过分。显著贵了就卖出是明智的选择，因为长期来看，高估的股票也会向内在价值回归。当大多数股票都高估严重，找不到低估的股票时，往往也就接近牛市顶点了，后面再涨也是博傻行情。

第二种情形的出现，有时是因为发生了无法预测的、小概率的“黑天鹅事件”，更多的时候是因为投资者之前对内在价值的评估不够保守，给出的置信区间的下限没有“兜住”。如果你的估值模型经常发生高估的尴尬现象，每10次估值里就能发生2~3次，那说明你的估值方法“系统性乐观”了，你必须整体向下修正。

第三种情形是在出现了显著更好的机会时调仓换股。把股票A卖出，换成股票B，并不要求股票A一定要高估。比如股票A的股价在内在价值中枢的八到九折，股票B在七折以下，是可以换股的。此外，如果投资者对股票A比股票B更熟悉，更有把握，则应该在股票B比股票A低估得非常显著时才换股，毕竟做生不如做熟。通常，调仓换股可以降低整个组合的“加权平均折扣”，提高组合的“加权平均预期回报率”。组合的“加权平均折扣”是我长期用来监控投资组合安全性的指标，计算方法就是用每只股票的股价相对于内在价值中枢的折扣，乘以各自的仓位比例，再求和。

在价值投资者的卖出字典中，没有诸如“止盈”“止损”“火车开过来了，先跳出轨道躲一躲”“大盘见顶清仓收手”这样的卖出理由，这是技术派或趋势派的逻辑。技术派喜欢盯着K线图预测短期股价走势，买入强势股，卖出弱势股，并在实战中不断积累经验，完善方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

法，力求提高预测的准确率。如果预测准确率能超过60%，同时严格执行止盈、止损纪律，即便对企业的基本面不甚了解，也能赚到钱。趋势派则喜欢预测牛熊转换，理想境界是希望牛市初期及时加杠杆抄底，牛市后期果断逃顶撤出，熊市里投资固定收益产品。与预测短期股价走势或大盘牛熊相比，价值投资者更愿意把时间和精力放在中观和微观层面，研究行业和企业的基本面，目标是100次出手，95次以上赚钱，获取长期复利。

我现在认为，不同投资流派，并无高低贵贱之分。哪种都不容易做好，哪种都有绝顶高手。现实中也遇到过或者听说过各种各样非价值投资的成功案例，回顾过程也绝非只是运气好，自有其过人之处。虽然价值投资自成体系，但我认为了解一些技术分析和趋势预测的方法也没有坏处，或许更有助于理解市场波动，提高心理素质。实战中，自称价值结合趋势、价值投机的也大有人在。我直接选择了价值投资道路，主要是因为以我的专业背景、特长爱好和工作经验，走这条路更容易、更适合罢了。

理论上，价值投资者只有三种卖出理由，但凡事无绝对。在财务自由之前，我恨不能把所有闲钱都投入股票中去产生回报，手头的现金有时仅够半年开支预算；而财务自由之后，我则停止向股票账户追加本金，反而每年“分红”出来。在股票账户之内，我也打算逐渐建立起越来越多的现金头寸，以在天上掉金币时有桶承接。另外，对于把绝大多数闲钱投入股票中的投资者，我也建议，每当股价连续上涨，心情大爽时，不妨减持一些，至少备出未来一两年的生活开支和意外储备，以免在大跌中因急于用钱而被迫斩仓。这时候的卖出，不属于上述三种情况。

（二）长期持有不是目的，而是长期低估的结果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特曾说："如果不愿意持有10年，就不要持有10分钟。"如何理解这句话？事实上他并非强调买了股票就要持有10年以上，毕竟他买入的公司中，持有10年以上的也不多。巴菲特反复强调：不要把股票看作价格上蹿下跳的筹码，而应看作一桩生意，是否买股票取决于你是否愿意入股这桩生意。巴菲特愿意入股的前提是这桩生意很赚钱，他能看得懂，有强大的"护城河"可以保证继续长期赚钱，而且，价格便宜有足够的安全边际。简言之，就是只以好价格买入能力圈内的好公司。试想，当你发现一项好生意，决定入股当合伙人时，你会想着很快就卖出吗？

好公司买入之后，价值投资者通常会有持有较长时间的打算，特别是那些以七折以下的价格买入的冷门行业好公司，往往也没那么快回归合理价格。但有些投资者认为好公司买入了就应该起码持有5年、10年，再贵也不卖，这就显得过于极端了，现实中也未必做得到。事实上，一只股票越贵，就越容易找到其他更好的机会，甚至买国债、买理财产品都是更为理性的选择。

我曾多次在新浪微博和雪球上表达下面的观点，最早一次是2013年7月："长期持有不是目的，而是长期低估的结果。长期低估并非赚不到钱，而是股价的上涨赶不上内在价值的上移。"

我从2013年初起建仓恒大，持有至今超过6年，前面5年一路加仓，只买不卖，后期仓位也长期保持在九成之上，根本原因在于恒大的股价就没高估过。由于公司基本面的超预期表现，加上时间价值，使得恒大的内在价值区间在多数年份大幅上调，股价即便在2015年和2017年两度暴涨，也没有超越过我评估的内在价值中枢的八折，没有进入计划的减持区间。而我曾经先后清仓过持有超过两年的宇通客车、万科A，和持有超过四年的格力电器。卖出这几只股票时，也都没有达到高估的程度，卖价都只相当于内在价值中枢的8.5折到不打折之间，卖出原因都是有显著更好的机会——五折之下的恒大。未来，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

果有显著更好的机会，我也会减持恒大；如果恒大的股价升到内在价值中枢附近，我也会开始分批卖出；显著高估时，我也会卖出大部分，只留少量做纪念。当然，我最希望恒大集团发展得越来越好，内在价值置信区间不断上移，股价长期震荡向上，却始终不贵。

（三）卖出股票宜分批

卖出股票的第一种情况是股价显著高于内在价值，也有人表述为远高于内在价值。什么叫显著高于？什么叫远高于？实践中就仁者见仁、智者见智了。理论上，如果内在价值是一个确定的单点，那么只要股价高于这个点，就应该卖出。因为价值投资者只应该赚从低估到合理的这一段，而从合理到高估的钱，属于投机，不妨留给别人去赚。

但实际上，股票的内在价值是一个看不见、摸不着的点，大家都在猜它在哪里，但并不存在标准答案，因此我将其表述为一个置信区间。理论上，内在价值应该只有不到5%的概率落在置信区间下限之下，也有不到5%的概率超出置信区间的上限，那我们应该参照哪个点来卖出股票呢？

此外，正如熊市总有很多股票会跌过头一样，当牛市来临时，很多股票也会涨过头，甚至涨到远远高于你评估的内在价值中枢上限。如果卖得太早、太急，又没有更好的其他买入机会，未免可惜，但如果太过贪心，定一个相当高估的卖出价，如果股价没能碰到就调头向下了，事后也会追悔莫及。为此，我的策略是：事先拟定一个卖出区间，在区间内分批卖出。拟定区间时，要考虑市场的牛熊和行业的冷热。以我有限的经验，冷门行业的好公司经常在熊市里极其低估，到牛市也就能回归到内在价值中枢附近；热门行业的好公司，在牛市里极度高估，到熊市也仍然较贵；而普通行业的好公司则比较折中，熊市有时会给出较好的价格，牛市则会有一定泡沫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

举例来说，假设某家好公司的内在价值置信区间是[7元，13元]，价值中枢大概是10元。在不考虑更好的投资机会的情况下，实战中我会执行以下卖出策略：牛市中，对于冷门行业股票，我会从9.5元开始减持，每涨0.5元减持一批，到12.5元减持完毕；对于普通行业的股票，我会从10.5元开始分批减持，每涨0.5元减持一批，到13.5元减持完毕。熊市中，对于冷门行业股票，我会从8.5元减持到11.5元；对于普通行业股票，我会从9.5元开始减持到12.5元。至于热门行业的好公司，我始终是看客，根本买不到，也就不用考虑如何卖出。我甚至觉得，买冷门行业的人，和买热门行业的人，完全就是两拨人，两种思维，很难有交集。我习惯了买高成长、高分红、几倍市盈率的地产龙头股之后，怎么看那些三五十倍市盈率、成长速度还不如地产、分红可有可无的热门股，都觉得恐高。巴菲特不爱买科技股，或许也有同样的感觉吧。

如果按照减持计划卖到一半，股价就掉头向下了怎么办？理论上，如果能够判断有牛市转熊市的趋势，应该立即卖出所有股价尚在内在价值中枢之上的股票；如果能够判断只是正常回调，则会选择暂停卖出，待下次上涨再创新高时继续卖出。然而现实中，往往是判断不清的，判断不准的，具体怎么做就看心情了，效果如何就看运气了。我可能会折中，立即再卖一部分，剩下的留着观望。如果市场真的走熊了，不再给出理想的卖出价格，那就持有穿越牛熊。塞翁失马，焉知非福，好公司往往会因为表现超预期而使内在价值区间上移，最起码还有每年10%的时间价值，继续持有的部分可能赚得更高的收益，而卖出的部分往往买不回来。总体来说，能在内在价值中枢之上卖出股票，已经赚到了分内的回报，能卖出更高的价格属于额外收获，不必过于强求。

总结起来，无论买卖，都宜分批，买入区间越跌越买、卖出区间越涨越卖。以分批策略应对股价波动的不确定性，不求精准抄底，不求精准逃顶，因为压根做不到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（四）动态调仓，行云流水

当一个账户建仓完毕之后，就进入了动态调仓阶段。我认为，如果不是股价波动过于剧烈，理想状态下的动态调仓不应大刀阔斧，动辄四成仓位一把卖出，三成仓位一笔买入，而应如行云流水，以1%甚至0.5%仓位为单位，小幅微调。如果把股票池里的所有股票想象成沙盘中的许多小地块，每只股票对应一个小地块，每个小地块可以独立升降，越高估的股票，“地势”越高，打折越多的股票，“地势”越低。你的资金就像一种比较黏稠的液体，大体上总是会往低处流，但不会流动太快，优先填满地势最低的小块，多出的液体再去填充地势次低的小块，依此类推……随着股价不停地上下波动，各个小块的地势也随之升降起伏，而资金的黏液则在地势最低的几个地块之间来回缓缓流淌……

2013年4月，格力电器、宇通客车、恒大地产、万科A是我的前四大重仓股，分别占有34%、30%、15%、10%的仓位。随着新能源汽车概念被炒热，宇通客车率先脱颖而出，估值修复到大约8.5折。于是我分批减持了宇通客车，加仓到仍在7.0折以下徘徊的恒大地产、格力电器和万科A上。到2014年11月沪港通开通之前，受外汇管制的影响，最低估的恒大地产仓位排第二，不到25%，格力电器和万科A分别以45%的仓位和20%的仓位排第一和第三位，余下10%的仓位先后轻仓参与了万华化学、中国平安、长城汽车、福耀玻璃、招商银行等其他行业的龙头股，我称之为“打酱油”。

在2014年11月24日开启的A股牛市行情中，万科A一马当先，短期内快速上涨，而港股的恒大地产则严重滞涨。我为万科A制定了从12元到17元的分批减持计划，减持所得现金第一时间通过沪港通加仓到恒大地产。截至2015年1月底，我已经减持了一半的万科A。后来，由于大盘的持续上涨，我陆续把几只价值回归的打酱油股票卖出，别无选择地加仓到恒大地产上，因为当时A股早已没有7折以下能买的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2015年7月初，股灾最为严重的时候，千股跌停、千股停牌频现。万科A由于宝能的持续增持而异常坚挺，恒大地产却坐了过山车，股价仍然显著低估。于是，我又分几批卖出了剩下的一半万科A，全部换成恒大地产。那段时间陆续到账的格力电器和恒大地产的分红，也第一时间买成了恒大地产股票。截至2015年底，我恒大地产的仓位已经升至75%，格力电器为25%。

2015年深圳房价一年翻倍。12月，我卖出了一套小户型住宅，这是2008年4月在楼市冷清时买入用于投资的。所得款项大部分投入股票账户，于2016年1月、2月分批加仓恒大地产。2016年四季度，陆续减持仍然低估的格力电器，增持正在引入战投、股价却“跌跌不休”的更为低估的中国恒大。到2016年末，中国恒大的仓位进一步上升至87%。2017年4月、5月，我认为格力电器的股价已经接近合理，便分批卖出，中国恒大的仓位升高到了惊人的99.5%。

后来，由于蓝筹大白马受到市场追捧，除了万科A等地产龙头，我在A股已经很难找到符合买入标准的机会，即便在经历了2018年大熊市后。相对而言，以中国恒大、融创中国、碧桂园、万科A为代表的地产龙头股仍旧估值低廉，长期徘徊在内在价值中枢的七折以下。在长达一年多的时间里，我保持了90%仓位的中国恒大不动，持股收息，用10%的仓位在融、碧、恒之间来回分批转换，动态微调，一些地产股股东称这种操作为“搬砖”。

（五）波段与搬砖

任何一只股票，事后看K线图，人们都不免想入非非：我要是能在图上每个阶段低点买入，每个阶段高点卖出，来回做波段，相比长期持有，能多赚好多钱。其实按照价值投资的买卖原则，也是低买高卖地做大波段。两者主要的区别在于：价值投资以内在价值为锚，严格遵守七折以下只买不卖，高估时只卖不买，一个买卖周期往往历时数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年，起码数月；而普通的做波段、炒股票，主要以对股价短期走势的猜测为依据，猜涨就买，猜跌就卖，一个买卖来回只有数周、数日。

当股价严重低估时，我认为应该放弃做波段。比如，股价从三折涨到四折，为什么要卖出呢？卖出后一旦股价不如期下跌，而是继续上涨，你会非常煎熬，有可能以更高的价格买回。实战中，我宁肯坐电梯，冒着又跌回三折的风险，也不要承担主升浪初期就被甩下车的风险，怕把珍贵的筹码做丢了。往往做成很多次波段赚的小钱，都抵不上错过一次主升浪的损失，何况做波段还经常会出错，正负抵消。其实只要抓住主升浪，收益足以令人满意。投资大师们常说，当闪电打下来时，你必须在场。在2017年中国恒大的主升浪中，很多习惯做波段的投资者都在8港元、9港元时就下车了。

股价高估时，更不应该做波段了，而是应该只卖不买。很多投资者在实战中会因为15元钱卖出后又以13元钱买回而沾沾自喜，而不管13元钱是否便宜，是否符合七折以下的价值投资买入原则。其实，不论上一笔卖出赚了多少钱，都不应该对下一笔买入放松标准。长期投资的优秀业绩，正是建立在对每一笔买入都严格要求的基础上的。很多专业投资者，都败在牛市高点之后过早抄底上，虽然比最高价低不少，但他们买得还是太贵了。

不过在实战中，经常满仓坐电梯还是会不爽。对个人投资者来说，有一个办法可以缓解郁闷的心情。上一节提到过，如果你长期保留一小笔现金仓位，比如5%，用于接天上掉下来的馅饼，那其实不妨用这笔钱做波段。当然买入的要求更加严格，甚至只在市场非理性暴跌、个股极其低估时才出手，而卖出则不必恋战，见好就收，及时获利撤出。比如四折买的，可以不到五折就卖了。通常，小仓位的成功波段带来的快乐，完全可以抵消主力仓位坐电梯的不快。如果主升浪就此开始，主力仓位可以尽情享受。万一不幸被套，那就转为长线持有吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“搬砖”是指在两只或多只可比的股票中来回搬家，减持股价阶段性强势跑赢的那只，同时增持弱势跑输的那只。过一段时间，两只股票可能强弱颠倒，择机再搬回来。最终，可能会多赚一些股数，或者在持股不变的情况下多赚一些钱。比如，有的银行股投资者曾经很喜欢在招商银行、民生银行之间搬砖，有的白酒股股东喜欢在贵州茅台和五粮液之间搬砖，有的家电股股东喜欢在格力电器和美的集团之间搬砖，有的地产股股东过去两年则喜欢在中国恒大和融创中国之间搬砖。

往往在一段时间内，两只股票的股价会像跷跷板，这时搬砖策略是有效的。但时间拉长，一只股票可能显著跑赢另一只，搬砖的结果会使你的仓位集中在跑输的那只股票上。股票之间搬砖，很像炒外汇。炒汇者，都有自己的本位币，而股票搬砖者也往往会在心里选定一只“本位股”，以本位币或本位股数量增加来衡量搬砖的效果。我不反对在两只可比的好公司之间搬砖，实战中我有时也会用大约10%的仓位从事搬砖活动。

三、长期持有，谈何容易

前面两节讲了买入和卖出，本节起讲长期持有。查理·芒格说：“如果你买到一个伟大的公司，你就坐那儿待着就行了。”在中国，能称得上伟大的公司，华为可以算一个。此外，我个人把腾讯、阿里巴巴、恒大、万达列为仅次于华为的杰出企业，尽管这会引起争议。不管你认可不认可，反正内地首富很多年来就在马化腾、马云、许家印、王健林之间轮转。

然而，坐在那里待着，很容易吗？如果你把行业趋势和企业基本面都研究清楚了，结合业务流程把财务报表也看透了，确信公司很优秀，股价很低残，是否就可以很轻松地长期持有呢？现实绝非如此简

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

单！因为只要你身处市场，你就会因股价涨跌而心动，为市场情绪所影响，被各种流言蜚语所袭扰。

（一）20轮涨跌洗礼

如果你像我一样，于2013年初买了恒大地产的股票，也觉得这是一家很优秀的企业，你能很淡定地坐在那里待着吗？我能做到一直坐在那儿，不断加仓，但内心无法淡定，尤其是前5年。我不断地在雪球上发帖子，胜则檄文一篇，败则心灵鸡汤，既鼓舞别人，也安慰自己。大概从2018年起，我才感觉自己真的宠辱不惊、涨跌麻木了，或因已经彻底实现了财务自由。

从2013年初到2019年5月底6年多的时间里，恒大地产／中国恒大（HK.3333）总共经历了20次幅度较大的阶段性下跌，平均每年3次。在这20次大幅下跌中：5次跌幅为17%~21%，市值大约下降五分之一；7次跌幅为21%~27%，市值跌去约四分之一；5次跌幅为28%~36%，市值损失约三分之一；3次跌幅为42%~58%，市值蒸发约二分之一。这些下跌中既有只持续十几天的阵痛，也有长达5个多月的煎熬。2015年，恒大地产的股价曾经结结实实地坐了一次过山车，从3港元涨到最高8.4港元，然后又跌回复权3.58港元，其中还包括2015年5月29日的单日暴跌26.9%。不错，从2016年12月28日起至2017年10月25日止，中国恒大迎来了一波涨幅587%的估值修复主升浪，但在此之前，你要先忍受11次大跌的煎熬，在主升浪期间，你还会面临3次回调的考验。

其实，对于股票这个投资品种来说，上下20%的波动实在是家常便饭，有经验的投资者会因上涨开心，但不大会因20%以内的下跌感到很不爽。技术派往往会在回调10%~20%时就离场了，并且乐于第一时间告知小伙伴们，同时声称跌到多少钱会再买回来。他们希望那些摇摆不定的人也加入卖出的行列，使股价继续下跌到既定目标位，以便自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

低价买回，成功地做个波段。有些投资者会受其影响，部分减仓，保留现金，以求“进可攻，退可守”。

也许20%是一个临界点。当股价从高点回落，累计跌幅为20%~30%时，无论是否采用价值投资理念，持股没卖者的不适感都会明显增加。2017年，曾有一位做趋势投资的朋友跟我分享说：强势大牛股的回撤幅度很少有效突破20%，一旦有效突破，图形就走坏了，抛压就会加大，空头也可能加大卖空力度。在这种情况下，坚守的投资者往往还会自我安慰，互相打气，手上有现金的甚至还会开始积极加仓。“25元都没卖，难道19元会卖？”“已经跌到19元了，难道还能跌到15元？那我砸锅卖铁All in了！”但也有很多投资者选择卖出，或因承受不了大额浮亏导致的心理压力，或因对所持企业的基本面突然失去了信心，或因意识到熊市已至，熊途漫漫，短期内反转无望。而之前卖出的技术派，虽然已经跌到了他们预设的买回价位，但这时往往觉得形势不妙，不敢出手了，进一步下调了买回目标价。

通常在两种情况下，才会发生幅度在30%以上的暴跌：一是个股之前的涨幅巨大，被炒得太高，主力出货离场所致；二是市场整体出现恐慌甚至崩盘，指数暴跌，个股哀鸿遍野，比如2013年6月的钱荒、2015年年中的股灾、2016年1月的熔断、2018年的中美贸易摩擦等。由于大家都很惨，之前抗跌的股票也补跌了，投资者的心情反而不那么沮丧了。反正已经深度套牢，那就一起“卧倒”“装死”呗，等待牛熊轮转，冬去春来。

其实，价值投资者在熊市中拥有天然的心理优势，因为本来就想以低估的价格买最优秀的好公司。好公司之所以好，主要表现在能穿越周期、在行业不景气时往往强者更强，显著跑赢同行。企业强劲的基本面成为价值投资者最大的信心来源。此外，这些股票本来就很便宜，因为市场恐慌被稀里糊涂地错杀，股价又下跌了两三成，那就更便宜了，七折的变成五折了，四折的变成三折了，有什么理由卖出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

呢？只是，当股价阶段下跌超过30%时，价值投资者往往也已经没钱补仓了，于是也和大家一样，“卧倒”“装死”，静候年报、半年报超越市场预期的表现。熊市里，好公司的股东最喜欢“期末考试”和“期中考试”，好成绩往往会支撑个股走出一波独立的反弹行情。

当然，股价有跌就有涨，在上述20次阶段性下跌之间，也夹着19次阶段性上涨。其中，6次涨幅为23%~34%；5次涨幅为40%~53%；6次涨幅为60%~98%；2次涨幅为136%~191%。需要说明的是，20%的下跌相当于25%的上涨，50%的下跌等效于100%的上涨。

共患难易，共享乐难。在大跌中隐忍没卖、卧倒装死的投资者，很多人在阶段性反弹或者达到箱体高点时很容易选择部分卖出股票。虽然他们知道企业的内在价值远不止如此，但还是对不久前的大跌心有余悸，担心股价累计涨幅较大会跌回去，想先卖出一部分做波段。

每当这时，我就默念价值投资理念。股价是否已经接近内在价值中枢，进入减持区间了？没有。不但没有接近，还离得很远，中长期预期收益很高。企业经营得很好，没有显著更好的其他标的，我又不急用钱。那我为什么要卖？不卖，大不了坐电梯。

需要强调的是，长期持有只适用于股票低估的情形，特别是低估的好公司，怎么跌下去，还会怎么涨回来。但如果你本身在做投机，持有高估的股票，或者压根不知道高估还是低估，那在熊市中盲目地长期持有、死扛到底，结果有可能“牢底坐穿”。

（二）是“黄金十年”还是熊途漫漫？

既然事后看，股市总是周期波动、牛熊交替，那正确的做法难道不是应该熊市买入、越跌越买、牛市卖出、越涨越抛吗？为什么很多人却追涨杀跌呢？这是因为资本市场由无数名有血有肉有情绪的人组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成，这些人无时无刻不在互相影响，一会儿蜂拥向东，一会儿群起向西，能逆着人流而行的价值投资者永远只能是少数人。

每逢牛市，由于赚钱效应，人们竞相涌入股市，唯恐错过这一波发财机会，估值洼地很快被资金的潮水填满。乐观的情绪相互传染，越来越多的人相信黄金十年，经济前景一片大好。牛市里对价值投资者最大的考验并非能否长期持有，而是该卖出时是否舍得卖出。

不过到了熊市，价值投资者所面临的最大考验就是能否坚持拿住低估的股票。熊市中，人们又会被浓烈的悲观气氛所包围。你吓唬我，我吓唬他，什么风吹草动都被当成利空。这时，不需要利空真实发生，仅仅是预期就能使指数“跌跌不休”。什么美元加息预期啦、美股大顶预期啦、中国楼市崩盘预期啦、朝核危机可能引发核战争的预期啦，甚至仅仅是康波周期的一个预言……都可能成为促使你卖出低估股票决策的最后一根稻草。2013年，人们操心三四线商品房库存过大；2014年，人们发愁地方债务危机；2016年底，人民币贬值、外汇储备快速下降，人们预期人民币汇率将很快破七望八，考虑要不要赶紧把手上的房子都卖了；2018年，特朗普咄咄逼人地挑起中美贸易摩擦，人们觉得美国这次是动真格地要遏制中国了，担心中国国运可能就此由盛转衰，中国经济这次恐怕真的不行了。

无论在哪个国家，想做一名价值投资者，你必须是一名长期乐观主义者，必须坚定地看好自己的国家。还是那句话，如果说价值投资也在赌，那赌的就是国运。美国国运昌盛200年，就能涌现出一大批价值投资大师。别的国家国运不行，就没几个知名大师。如果中国能政治稳定、国泰民安、经济长期繁荣，那出现多位价值投资大师和一批批成功的价值投资者就是必然的事。具体谁能成为大师，主要取决于谁能持之以恒，谁能健康长寿，谁能多积福报。反之，如果对自己的国家没有信心，一遇坎坷就忧心忡忡，就想着卖出股票，那是不可能成为价值投资者的，甚至不适合做股票投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽管不断面临新的挑战，甚至是十分严峻的挑战，但是中国经济是汪洋大海，不是小池塘，有很大的战略回旋余地，有巨大的国内市场，有数亿勤劳并渴求致富的劳动者。很多看似难以解决的问题都可以在发展中予以解决，哪怕是断臂求生，哪怕是饮鸩止渴。不管你想到没想到，三四线商品房去库存已经完成了，地方债务危机最近提的不多了，一度告急的外汇储备也稳住了。

特别是“十八大”之后，党和政府在处理很多历史遗留的难题上抓铁有痕，踏石留印。惩治腐败，从严治党，真的使社会风气大为好转；棚户区改造、精准扶贫，真的使社会底层人民的生活得到了切实改善；在医疗领域等改革深水区真的敢动既得利益者的奶酪；在纠偏部分民营企业海外投资方向、处理演艺明星逃税案时都拿捏有度，彰显智慧。

正是因为对中国国运的坚定信心，我才能长期满仓穿越几轮牛熊，严格按照价值投资理念来买入、持有、卖出，从不因为悲观、恐慌而减持避险。此外，由于从来不用未来一段时间要花的钱买股票，即便是在流动性缺失的股灾中，我也不会出现被迫卖出的情况。

退一万步，赌国运有没有可能赌输？当然有，但又能怎样？大不了再和全国人民一起过苦日子、一起重新奋斗呗。生于改革开放之前的人，又不是没穷过！

过去二三十年，最好的投资机会就在中国，未来二三十年，谁说不在呢？

（三）树欲静而风不止

除了对企业基本面有把握，对宏观经济保持长期乐观的态度外，价值投资者还必须对重仓企业的管理层抱有绝对的信心，否则很容易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

被各种流言蜚语、负面风波等非商业因素搅得忐忑不安，以至于不敢重仓、长期持股。

虽然房地产是中国的经济支柱产业，房子是最大的民生，是老百姓家庭财富的最大载体，但房地产开发商这个群体却口碑不佳，经常在影视作品中以负面形象呈现。人们往往戴着有色眼镜看待房地产老板，看谁都是一副暴发户嘴脸，听到谁倒霉了还不免幸灾乐祸。这或许与行业早期门槛过低、鱼龙混杂、腐败严重、监管不力有关。在“十八大”之后的反腐风暴中，一大批贪官落马，一些民营企业老板涉案其中，轻则被请去协助调查，重则遭受牢狱之灾，而房地产行业算是重灾区之一。

2014年6月18日，我去香港参加了恒大地产年度股东大会。与往年最大的不同是，董事局主席许家印这次没有亲自出席，而由董事局副主席夏海钧博士代为主持，官方解释说许家印在北京参加全国政协会议。没过几天，许家印没有出席年度股东大会这件事，被香港小报演绎为“许家印被边控、限制出境”，并在随后的一个多月里越传越逼真。8月初，国内媒体曾高调报道许家印在内蒙古、黑龙江考察农牧业，我猜想可能是恒大品牌部辟谣的一种方式。直到8月底在香港例行召开恒大地产中期业绩发布会时，很多恒大小股东仍然非常关心许家印能不能亲自出席，直到看到我传回的现场照片才放下心来。此后不久，许家印还先后飞往澳大利亚、美国考察，谣言终于不攻自破。

2015年3月27日，一篇题为《多个房地产商被查，许家印、朱孟依被限制出境》的港媒文章又被传播开来。我仔细一看，呵呵，这不就是把2014年7月的造谣文章改个日期重发一遍嘛。话说香港小报非常有意思，经常把一条旧闻改个日期重新翻炒。比如人称“猎金之王”的香港大亨刘銮雄曾于2016年一度病危，妻子甘比都要准备公布遗嘱了，后来成功做了换肾手术才转危为安。2019年2月底，香港小报再度传出刘銮雄病危、妻子甘比要公布遗嘱的消息。在微信群里看到这则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

消息的我，第一感觉是内容怎么这么眼熟？次日，刘銮雄就公开现身，无人搀扶地自行走进位于香港湾仔的中国恒大中心，以此方式辟谣。

（四）打篮球风波

第一代创业企业家往往是企业的灵魂人物，全体员工的主心骨，所有小股东信赖的对象，在企业中有着不可替代的作用。如果在没有完成交接班之前，企业家出了意外或者身体健康出了大问题，无疑是重大利空。

2016年10月25日下午，一张照片在微信群里流传开来、大量刷屏。照片中，许家印穿着衬衫，盖着一条毛毯，躺在医院病床上量血压，好像还在吸氧，身旁则围着4名医护人员。一时间，许家印急病住院抢救的消息不胫而走。

当时正值恒大宣布引入战投不久，海外投行联手唱空打压恒大股价之际，看到图片的小股东们不禁担忧起来，个别人为了避免“黑天鹅”甚至立即减持了股票。很多恒大小股东都在微信、雪球群里互相打探，但一直没有人了解真实情况。单从画面分析，有人猜测是喝酒喝高了，送医院抢救。大伙儿议论纷纷，以许老板的海量，什么人能把他灌醉？然后感叹年岁不饶人，认为许老板以后应该少喝点儿酒了。

我当时也有忐忑，很担心许老板的健康，认真地思考了要不要减持股票避险，最终还是决定不动，等待进一步的消息。很快收盘了，也就不用纠结了。当晚，恒大方面并无相关澄清。直到次日上午，听说乐视体育中午将独家直播一场有关恒大的新闻发布会，我顿时放下心来。如果许老板真有意外，恒大方面断不可能再发布什么与体育相关的新闻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当天下午一点，直播开始，我和一些恒大小股东都第一时间接入。很快，主播告诉大家即将直播的是一场有许家印亲自参加的恒大集团内部职工篮球赛，赛后许家印还将接受采访，有重要新闻发布。所有小股东都放下心来，猜测的重点变成恒大是否要投资篮球了。

比赛一开始，9名二三十岁的小伙子自然不会和58岁高龄的许家印真打，领导队一得球就尽量创造机会让许老板投篮，员工队也自然不会贴身盯防。四节比赛，许家印打了三节，基本在前场游走，不参与后场防守。全场比赛结束，领导队恰到好处地以45:44险胜员工队，独得30分的许家印荣获本场最佳球员。赛后，许家印接受了媒体采访，就体育的话题聊了一些看法，但并无什么重大新闻发布。至此，恒大小股东们心领神会，原来，网上直播打篮球是为了回应昨天那张照片呀。可怜乐视体育及一些闻讯专程赶来的其他媒体记者不明就里，一头雾水。

事后得知，10月26日下午，本是恒大集团第三届员工运动会篮球比赛的开幕式。在正式比赛之前，主办者安排了一场垫场赛烘托气氛，对阵双方为许家印、刘永灼等组成的“领导队”和员工代表组成的“员工队”。参赛前一天，公司特意安排许家印去医院做体检，体检的照片不慎被传出引起一场骚动。原本这场内部比赛是不会对外直播的，但为了澄清真相，恒大品牌部灵机一动，决定邀请媒体直播这场比赛来达到辟谣的目的，证明许家印身体无恙。26日凌晨，乐视体育忽然接到恒大品牌部的通知，被邀请独家直播这场篮球赛，并说许家印会出席并有新闻发布。

故事本该就此告一段落，但有一些看了视频直播却不了解背景的人，编辑了比赛视频进行调侃，讽刺这场比赛充分体现了“中国式的领导和员工关系”，挖苦恒大员工为了讨好老板是多么“奴颜婢膝”。视频最后，旁白小编还上纲上线地送给许老板一句话：“如果你喜欢这项运动，请你尊重他，不然有多远你就滚多远吧。”这段视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

频此后每隔一段时间就会在微信群里传播一圈，许家印打篮球就这样成为一桩笑柄，并被认为对恒大的企业形象有负面影响。

我觉得这些小题大做的人情商堪忧。试想如果30岁的你，和一群老同学，陪着近60岁的小学老师打一场篮球，你们觉得应该怎么打？会不会演绎一场“丑陋的中国式师生关系”？如果30岁的你和年近60的老爸打羽毛球，是不是故意吊得老爸满地找牙，才算是正常的父子关系？就算有所不爽，也应该是乐视体育的记者，本以为有什么重大新闻可以独家直播，不料只是被利用来澄清许家印的健康问题。不过作为媒体，流量还是赚到了嘛。

四、惊悚过山车，汝能持否

上一节讲了价值投资者在长期持有股票过程中可能会遇到的各种考验以及排解方法，本节和第六节，将分别分享在2015年恒大地产股价过山车和2017年中国恒大暴涨6倍的过程中，我和其他恒大小股东的心路历程。

（一）牛市启动，恒大不跟

2015年上半年A股波澜壮阔的大牛市，其实从2014年7月就开始悄然酝酿了，但真正发动牛市引擎的，是2014年11月22日央行同时宣告的降息降准。看到这一期盼已久的重大利好出台时，我正在一家商场的扶梯上。当时我很兴奋，心思立即就不在陪家人逛街上了，吃晚饭时也心不在焉。这次降息降准意味着新一轮降息周期的开启，意味着货币政策转向宽松，意味着利好房地产行业，意味着我这个在熊市中开启专业投资生涯的投资者可能迎来第一次牛市。在美国次贷危机引发的2008年全球金融风暴中，中国正是通过四万亿计划帮助自己也帮助全世界度过危机。虽然那次货币宽松的副作用也很大，后来受到很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多批评，但谁也不知道，如果没有四万亿计划，中国经济能否渡过难关。从2010年起，中国就进入了加息周期，货币政策日益趋紧，2013年还出现了钱荒。

对从“十八大”后就开始加杠杆，开启第二次跨越式大发展的恒大集团来说，这次降息降准意味着提前一年半的战略抢跑“赌”对了，也意味着有息负债总额最高的恒大地产将成为降息周期最大的受益者。当晚8点多，我就迫不及待在雪球上发帖嘚瑟：“不知道近几个月卖空内房股的投资者们这个周末过得好不好？周一打算以什么样的策略应对？你们不会抢筹抢破头吧？持股的兄弟们，大家不要挂卖单哈，看热闹。”

然而，次日恒大地产股价的反应却令我相当失望。高开3.18港元后，上冲1分钱就被大量卖空的单子压制住，然后节节败退，全天收于3.10港元，仅比前一交易日2.96港元的收盘价上涨4.73%。同日，内房股普涨10%以上，其中融创中国大涨16.7%、碧桂园涨10.5%、中国海外发展涨11.0%。内房唯有恒大地产受压，就仿佛有些机构在做多其他内房股的同时，做空恒大地产对冲一样。其实海外对冲基金常用这种策略，试图对冲行业系统风险，只赚取“优秀”房企跑赢“较差”房企的差价。连雪球大V有才哥（化名）也曾公开对粉丝说，恒大地产是他唯一建议用来对冲其他内房股的标的，不过后来他删了帖。

11月24日收盘后，我有点沉不住气了，又发一帖《空头不要负隅顽抗了》，劝诫空头：“降息周期已经开启，地产股估值修复已然启动，你们何必飞蛾扑火呢？识时务者为俊杰，做空者不可逆势，不然会死得很难看。”然而，海外对冲基金经理是不会来雪球看帖子的，恒大股价毫无起色，一周后的12月1日还再度跌破3.00港元整数大关。事后得知，那是恒大股价历史上最后一天2字头了。

12月底，恒大地产收盘3.14港元。与A股万科A、保利地产等龙头接近翻倍相比，香港内房股涨幅普遍只有一至三成，而最郁闷的无疑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是恒大地产股东，这么大个利好，涨了一成都不到，简直怀疑自己是不是买了假地产股。按说沪港通11月已经开通了，内地的资金怎么还不来抄底内房呢？不过我当时的心情也并不太差，因为投资组合中的A股都涨得很好，这意味着我有减持大涨的A股，增持不涨的恒大的机会。其实对股票投资者来说，所有股票一起涨并不是最好的，轮涨反而提供了调仓的机会。

2015年春节前后，我利用自驾游的机会又看了恒大在江门、阳江、湛江、海口、儋州的8个项目，与前两年实地看盘的印象相比，感觉地段更好了，收购的项目增加了，差异化增加了，商业配套增加了，看起来高大上的项目增加了。总之，欣欣向荣，一点不像空头嘴里一副快要倒闭的样子。

与此同时，雪球上关注恒大地产的球友渐渐增多，里面既有内地牛散、私募基金人士、普通小散，也有我国香港同胞、新加坡和马来西亚侨胞。我在雪球上创建了恒大地产股票群，由于每个群限100人，申请入群的人太多，后来陆续建了8个“初级”群，当然，里面肯定有些人是重复的。后来，我还把初级群中恒大地产持股一年以上的、持仓数量较大的、有独到见解的球友选拔进了一个不公开的“中级”群。这段时间，我经常发帖解答大家关于恒大高负债、三四线、永续债、投资物业、多元化布局、恒大冰泉、股权激励与行权、高息发债、业绩波动等焦点问题，并建议大家“押上输得起的身家，跟许家印一起疯”。

到2015年3月上旬，内房股还是没有太大起色，恒大地产的股价在3~3.5港元／股之间震荡徘徊。这时我的万科A已经减持了一半，一些小仓位“打酱油”的A股也全部因为高估卖出了，而恒大地产的总股数则借道沪港通增加了一倍多。

（二）拔地而起，意气风发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是金子总会发光。在A股经过一个月的调整于3月中旬再度上攻时，港股也终于按捺不住，拔地而起，而这次内房的领涨龙头居然是恒大地产。原因一是恒大3月13日发布了正面盈利预告，净利润增长30%左右；二是六大银行对恒大授信1600亿元；三是内地资金开始追逐恒大地产。通过“披露易”网站的中央结算系统持股记录可以查到，在2015年一季度，沪港通和盈透证券持仓恒大地产的总股数快速增加。其中这个盈透证券是一家美国券商，据说交易费率和融资成本较低，成为内地牛散的热门选择。

随着恒大地产股价的走强，小股东们士气高昂，我也慷慨激昂地连续在雪球上发帖助兴，记录战况，并把内地资金形容为“解放军”，部分帖子节选如下。

3月18日，《盘面：‘解放军’兵临3.50城下》：“午后战斗精彩激烈，‘解放军先头部队’先是扫清了3.45至3.48一带的守敌，继而攻克3.49。3.50是空方的生命线，一旦被有效突破，恒大两年来的压力位将变成支撑位，会有效打击空军士气，迫使空军主力退守4.00一线。”

3月19日，《‘解放军先头部队’攻克3.50重要心理关口》《恒大地产站上27个月高点，即将上演逼空行情》：“经过之前三个交易日的反复冲击，今早‘解放军’轻松攻克3.50整数关口。空方的心理已发生微妙变化，正在思考是继续增兵摊薄成本，还是趁早止损，当然还可以选择起义投诚。”

3月20日，《量价齐升，恒大地产航母启航》：“在昨天空方失守3.50重要心理关口之后，今天已难以组织起有效的抵抗，任何一个价位的卖单都只区区几十万至几百万股。多方发起的任一轮进攻都能将空方击退几里，尤其是‘解放军’主力收盘前最后一分钟内，大单2200万股扫货，完全打蒙空头，报收3.64港元，这已是2013年1月下旬以来的复权最高价。……建议空军可以考虑四月初在4.00~4.20港元一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

线集结主力进行反扑，配合以你们擅长的看空报告。可以继续片面强调负债率呀、永续债呀、三四线呀、多元化呀来蛊惑不明真相的群众。请空军务必集结主力决战，以便‘解放军’一举全歼。然后上望5.31历史高点，之后一马平川。……多方指战员们，黑暗的时代就要过去了，大家坚定信念，一起迎接恒大地产的价值回归吧。……”

3月22日，《恒大地产这五年半：沧海桑田，市值依旧》：“上市5年半以来，总资产从630亿元增长到5000亿元，合约销售额从300亿元增长到1300亿元，营业收入从57亿元增长到1100亿元，净利润从11亿元提升到100多亿元，许家印当选全国政协常委，恒大足球2013年问鼎亚冠，恒大冰泉横空出世，成为多家银行总行级战略合作伙伴……然而，市值从525亿港元增长到533亿港元，折算成人民币还缩水了。”

3月22日，《做空恒大的机构都是纸老虎》：“最初接触恒大的投资者，都会奇怪恒大为什么这么便宜，继而觉得便宜一定有便宜的道理，市场不是傻子。笔者在投资恒大之初，也有这样的顾虑，毕竟当时我对恒大的了解还不如别人。但是经过长时间的观察，我发现这些看空的人无不是戴着有色眼镜的，所列的看空理由没什么我想不到的，但我列的看多理由，没什么被他们当回事的。不信，请各位回看近两年所有恒大地产的投行研究报告，逐字逐句地看。看看他们反复嚼舌根的那些字眼吧。……跟部分港股地产分析师，我也有过交流。我可以负责任地说，这帮年纪不大、戴着眼镜的高才生，是一批精通财务计算、缺乏实地调研、不了解国情的书生。……我相信，量变到质变，恒大的估值修复或许并不一帆风顺，但前途已经光明，多方的力量不断积聚，终会爆发。空头们，现在调转枪口叫起义、叫投诚，晚了就是被俘（浮亏）、坐牢（套牢）、枪毙（爆仓）了。抓紧决策吧。”

3月25日，《多方要筹码，空军凑不齐》：“突破3.50重要关口之后，空军再也没组织起像样的抵抗，更别提反击。但是多方也不急于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

无量追杀，而是希望边收集筹码边上攻，而空军很难拼凑到足够的筹码满足多方需要。”

3月29日，《空头狗急跳墙，翻出旧贴造谣许家印被限制出境》。

3月30日，《重磅：许家印将亲自引援“内地解放军”》：“许家印在业绩发布会上称，今年将重视投资者关系。本周后几天将连续、亲自参加巡回路演，分香港、北京、上海、深圳几站，对象以内地大型公募基金为主。”

3月31日，《恒大地产：淮海战役进行时！》：“如前面系列‘檄文’所述，恒大地产本轮估值修复行情，将面临三大阻力位：3.50，4.00~4.20一线和复权历史最高位5.31。这三大阻力位恰好可以比作辽沈、淮海、平津三大战役。”

随后几天，我陆续发表了《“外行”报告绝不会告诉你的真相——恒大地产“藏”了100亿元归属上市公司股东核心净利润》《解密外资投行如何用双重标准写恒大地产的黑报告》《恒大地产2014年业绩解读（1）：利润》《把恒大地产肢解成三家公司，你就看清楚了》《恒大冰泉2014年巨亏23亿元真相》等技术帖，为投资者解读恒大年报。

受管理层行权和获利盘波段卖出影响，恒大地产股价在4港元/股整数关口徘徊几天后，突然于4月9日放巨量上攻，成交2.86亿股，为2013年1月配股以来的最高成交量。

4月10日，《恒大地产：淮海战役大捷，多方进兵平津》：“……正如前文所料，空军不见棺材不掉泪，试图在淮海战场决一死战。一方面，多家投行连发七道做空报告，目标价离奇低至2.40。另一方面，在内地微信群中转发许家印被限制出境等过时谣言，内容与去年7月一字不差，某地产自媒体连发三篇黑文遥相呼应。在多空强烈分歧下，3月31日至4月10日6个交易日，双方累计各投入10亿股肉搏，总成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交量占流通盘25%。最终，随着股价突破4.20，八百多万空方守军被多方一个大单瞬间吞没，收盘站上4.21，复权价创三年半新高，标志着淮海战役多方大捷。至此，空军应已士气低落，无心恋战。5.31，平津战场再会！”

4月22日，《平津战役大捷，恒大地产站上历史新高！》：“恒大地产收报5.34并刷新历史新高，宣告平津战役结束。在徘徊三天攻下5.00整数关口后，历史高点5.31果然不战而降，毫无抵抗。剧情发展恰如三大战役历史重演。接下来，宜将剩勇追穷寇，百万雄师过大江。恒大地产将直奔8.00~10.00保守目标位杀去！做空者们，颤抖吧！”

从4月21日起，我开始了为期13天的自驾北上回老家之旅。每天上午开车，下午观光之余，还顺便考察了韶关、株洲、长沙、岳阳、荆州、襄阳、南阳、邯郸、邢台等地的恒大地产项目。这一路也恰逢恒大地产股价加速上涨期，4月30日甚至单日大涨18.93%，当天我收到了很多投资圈朋友的祝贺，称赞我两年多坚守不易。股票账户里的数字也快速增长，日进斗金，收获的喜悦溢于言表。

4月30日，《恒大地产新的里程碑》：“今天在游览嵩山少林寺和嵩阳书院的过程中，恒大地产创造了诸多新纪录，打破了2011年7月创造的、尘封了45个月的‘不复权’历史最高价纪录6.27，而且大幅刷新至7.45；历史上市值首次突破1000亿港元；2015年4月涨幅88%，历史空前；单日成交4.98亿股，27.6亿港元，近两年首进港股成交前十；港股通成交额近4亿港元，首次名列单日榜首，虽然净卖出1亿港元。”

5月4日，《宜将剩勇追穷寇，百万雄师过大江》：“话说恒大地产在接连打完3.50、4.20、5.31三大战役之后，就剑指6~8港元的‘长江天堑’了。看似江面宽阔，波涛汹涌，其实在收集了三天船只后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

只用一个交易日零10分钟就跨过去了。摧枯拉朽，势如破竹。现在的任务是清理南岸战场，抓俘虏，稍作修整。”

在我抵达北方老家的第三天，5月5日，恒大地产本轮上涨也达到了最高点8.40港元。若从2.89港元的前期低点算起，累计涨幅高达190.7%。当然，高点、低点都是事后看出来的。随着股价不断冲高，不少新老“战友”卖出离场，并发帖或在群里广而告之，大家一片“送战友，祝好运”之声。

在我的专业投资生涯中，这是第一次经历自己的重仓股短时间内连续暴涨，之前都是旁观别人的股票暴涨。那段时间，心情甚是愉悦，一时间扬眉吐气，意气风发。

大约在这期间，雪球恒大股票群中一位年轻球友“胜己”忽然开始称我为“团长”，别人也就陆续开始使用这个昵称。后来群里还约定，恒大地产股价突破10港元后升师长、15港元升军长、20港元升司令。

（三）凶险的认购证

在恒大地产2015年这波主升浪开始之前，我大约持有40%的恒大地产仓位，其中36%是正股，4%是认购证。正股就是股票的另一种称谓，相对衍生品而言。那什么是衍生品和认购证呢？

在香港等成熟资本市场中，衍生品非常发达。对一些交易量比较大的股票，券商或交易所会发行多只与正股价格挂钩的衍生品，即个股期权。香港市场中的个股期权主要包括窝轮（Warrants）和牛熊证。窝轮又分认购证和认沽证两种，牛熊证则分为牛证和熊证。其中，认购证和牛证是看涨期权，认沽证和熊证是看跌期权。由于个股期权具有较强的杠杆效应，为部分好赌的散户所喜爱。以看涨期权为例，在股票“正股”价格短期上涨10%的情况下，与之挂钩的看涨期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

视杠杆倍数不同可能上涨30%、50%甚至100%以上；反之，股票正股价格下跌时，看涨期权可能成倍下跌甚至清零、变为废纸。

举个非常简化的5倍杠杆看涨期权的例子。某只股票正股价格现在是10元，你既可以花10元买入一股正股，也可以花2元买一股行权价为8元的该股票的看涨期权。假设这张期权一周后到期，到期时，如果正股价格还是10元，则这份期权的清算价格为10-8=2元，你不赚不亏；如果正股价格涨到11元，涨幅10%，你的期权清算价格为11-8=3元，相对买入价上涨50%；如果正股价格涨到12元，涨幅20%，你的期权清算价格为12-8=4元，相对买入价上涨100%；如果正股价格跌到9元，跌幅10%，你的期权清算价格为9-8=1元，相对买入价亏损50%；如果股票价格跌到8元或以下，跌幅超过20%，你的期权清算价格皆为0，不能为负，你的损失是100%。

新发行的期权有效期通常为6个月到3年。期权的定价包括内含价值和时间价值两部分，看涨期权的内含价值等于市场价减去行权价，而时间价值则取决于剩余的有效期，有效期越长，时间价值越大，因为剩余时间越长，正股价格发生大幅波动的概率就越大。上面举的例子中，由于距离到期日只有一周时间，我们简化假设期权的时间价值趋近于零。

我怎么会买入4%仓位的认购证呢？原来，早在2013年7月，我向一位私募基金朋友推介恒大地产正股时，他就说你这么看好恒大，不如买认购证，事半功倍。在自学参加CFA考试时，我学过衍生品，大体了解游戏规则。我于是查询了一下恒大地产的认购证，发现有几只到2015年5月初才到期，有效期长达21个月，行权价只有3.33港元，购买期权的价格大约0.80港元。这意味着，如果持有到期，这几只认购证的“打和点”是4.13港元，再算进正股的机会成本，如果到期时恒大地产正股能上涨到4.40港元以上，这笔买卖就不亏，如果正股能涨到5港元、6港元，认购证就会大赚。由于当时我对恒大地产未来几年的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价非常看好，感觉应该用不了两年就能大涨，所以决定尝试。不过，由于我了解认购证这种高杠杆衍生品的高风险，深知绝对不能重仓，只能“小赌怡情”，并要做好血本无归的心理准备。因此，我首批仅买了大约2%仓位的认购证。后来，随着时间的流逝和恒大地产正股股价的下跌，认购证的价格渐渐跌去了三分之二，我陆续又补了一些仓摊薄了成本。我清楚，最坏的情况下，这些认购证被清零，我还可以靠正股主力来打翻身仗。

异常惊险的是，最坏的情况差一点就发生了。我实在没有料到，在2013年7月之后的一年半多时间里，恒大地产的股价被投行们联手死死压住，所有购买了杠杆更高的短期认购证的投机者们，一批批地被收割清零。眼看2015年5月到期的认购证也快要变成废纸了，恒大地产的股价才突然拔地而起。一时间，我持有的这些认购证死灰复燃，快速升值，最终还赚了不少钱。

对于恒大地产正股，我严格遵循价值投资的卖出准则。当时我给恒大地产评估的每股最新内在价值区间是[8港元，20港元]，股价仅在5月5日短暂突破8港元，始终没有到达减持目标位。然而对于认购证，本来就有投机的成分，应该果断地在正股价格快速上涨期间分批减持。卖出认购证回笼的现金，我则第一时间全额买入仍然确定低估的恒大地产正股。最后一批认购证一直持有到5月初到期清算，比摊薄后的买入成本赚了一二十倍，随即买入的正股价格我记得是7.77港元/股。总之，在这波上涨行情中，我兑现了认购证超额收益，同时增持了正股，整体组合也去掉了衍生品杠杆。这意味着，即便正股价格跌回原点，我仍然能有一些正收益，不是完全地坐电梯。然而有关认购证置之死地而后生的经历，很长时间都心有余悸。

其实恒大地产股价长期被严重低估，多少与多家券商大量发行与之挂钩的看涨期权有关。每当认购证接近到期时，为了自身利益，投行们往往联手唱空、做空打压正股价格。后来听人说，香港90%的个股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

期权都会到期清零，非常凶险。因此后来，我不再向任何人推荐个股期权，以免使人误入险途。

好事多磨，罗马不是一天建成的。

2013年初，我在买入第一批恒大地产股票不久，就不幸地遭遇了第一次配股，配股使得股价单日暴跌7.1%，之后又阴跌不止，一蹶不振，直至腰斩，足足过了两年多才再创新高。前文讲过，香港上市公司可以根据融资需要随时增发新股融资，只要能卖得出去。但新股价格往往比市场价折让5%~8%，有时还会折让更多。由于配股要经手投行，总有知晓内幕者可以提前卖出股票或者做空，而信息不对称的其他股东则会面临股价突然大跌的风险，如同被打劫了一般。聊以自慰的是，那次配股前，我只建了不到一成仓位，突然配股使得股价持续下跌，让我买到了更多、更便宜的筹码。

不过，恒大地产2015年5月底的那次配股，之前市场是有预期的。恒大地产的股价从年初的3港元一口气冲上8港元后，在7港元左右徘徊数日。当时市场传言恒大地产有配股意向，正在试图引入国有保险集团作为战略投资者。经过慎重考虑，我当时决定：承担突发配股导致股价下跌6%~8%的风险，不做任何减持正股的避险动作。因为当时我认为恒大地产最保守情况下也值每股8港元，按价值投资的逻辑，没有在8港元之下减持的理由。如果为了回避这6%~8%的配股风险，在7港元左右卖出股票，一旦错判配股时间点，股价不跌反涨，就会非常尴尬。而且即便减持，也找不到更低估的替代标的。在牛市氛围下，我计划在10港元以上再开始分批减持恒大地产，到15~20港元减持完毕。

但随后发生的“事故”完全出乎意料。5月26日起，我从老家启程自驾游回深圳。28日那天，我正在山东曲阜游览孔庙，买门票时看到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了配股停牌一天的消息，心想该来的总归要来。游览过程中，不时留意微信群。上午有分析师透露恒大尚未与战略投资者达成协议，这次仅先向普通机构投资者配售。不料此时，天有不测风云，接近5000点的A股开始暴跌，并带动港股大跌。当天傍晚我离开孔庙时，微信群里有正在参加配股的投资者说，配股还没完成，原来8%的折扣认购严重不足，配股面临失败的风险。一两个小时后，传来消息，配股完成了，但折价高达18%！我心里咯噔一下，明白这意味着什么，明天复盘后，股价很可能要大跌18%。有分析师在微信群里开始骂娘了："天杀的恒大，害苦了小股东……"

作为恒大地产的长线股东，我本人当时倒也不是特别沮丧，毕竟年初的股价才3港元，冲到8港元才回撤，我又已经去掉了认购证杠杆，就算跌回5港元，当年的收成还是很不错的，而且意外的大跌又会提供很好的买入机会。然而对于近两个月追高买入的新股东来说，这会儿恐怕会相当郁闷。由于一些人是看了我的帖子才做出买入决策的，虽说风险自担，但我还是有义务帮助他们了解事实真相。

当天晚上，结合近几个月发生的相关事件以及这两天在微信群里获知的配股信息，我梳理了这次"配股事故"的来龙去脉，并于5月29日早上7时49分在雪球发表了《恒大地产折让18%配股解读》一文："据悉，公司昨天本打算折让8%~10%向部分机构投资者配股，但不巧恰逢股市暴跌，机构投资者仅认购三分之一。无奈之下，经互相磋商，为完成46亿港币配售，配股价最终定位5.67港元/股，较收盘价折让18%。另外，后期不排除引入类似中国平安的战略投资者。为什么折让这么多还要坚持完成配股？大家已经知道，许老板4月中旬下令新上100个项目，最近全国各地恒大拿地报道连连，部分是合作拿地，部分收购二手地，部分真金白银拿地，厦门一个项目就30亿元。笔者认为，配股募集的46亿港币，可以配上四五倍债务杠杆，用于拿地大发展。由于几十块地已拿，所以公司难以因配股价不理想就临时终止配售。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

文章还阐述了此次配股会暂时降低净负债率，摊薄每股收益5.5%，增厚远期业绩，指出虽然股价短线暴跌难免，但长线还是业绩说话。文章预言“空头势力一定会借机疯狂反扑，各种恶意谣言料将接踵而至，比如恒大没钱了，恒大财务状况恶化了，恒大不顾老股东利益等”，提醒各位新老股东做好思想准备。

不出所料，被逼空数月的恒大空头自然不会放过如此千载难逢的复仇机会。5月29日，一群饿狼蜂拥而上，把恒大地产“按在地上”一顿撕咬，在1亿股卖空的压制下，股价单日暴跌27%。在国际资本市场上，空头发动“闪电战”时绝不会只简单依靠“陆军”卖出股票或砸钱卖空，往往同时配以“海空军”的立体打击，不惜使用造谣、诽谤、挑拨离间、混淆视听等手段制造混乱，使原股东恐慌卖出，使旁观者不敢贸然抄底，自己则在真相澄清之前回补获利走人。第五章第四节提到过，在这次恒大地产“5·29惨案”中，空头就使用了造谣配股失败、对许家印人身攻击等手段，尤其是5月29日中午12点雪球上一篇题为《恒大地产大额分红＋配股背后的玄机解读》的文章具有相当强的代表性和煽动性。我看到此文时，已离休市不远，没时间反驳了。次日周六，不开盘，午后我专门在雪球上撰文驳斥，并于15点26分发布。文章的观点在第十三章第七节中已经讲过，不再重复。

其实，在比较全面地了解公开信息的情况下，以正常的商业思维去梳理，就不难得出像我一样的理性推论；但如果不知道或者刻意忽略一些事实，加之恶意揣度，就会得出类似《玄机》一文的阴谋论。几年过去，回首往事，是非曲直，早已真相大白，而在当时，被误导的却大有人在。

就在这最敏感的两天，雪球上还发生了一些颇为蹊跷的事情。从5月29日早上起，我忽然无法在我作为群主的雪球恒大股票群里发言了，我只能看着其他群友不安地寻找群主，直到当天收盘后才恢复正常。而且，直到5月30日晚上我才发现，我两天内发的《配股解读》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《驳斥玄机》等帖子都没能显示在雪球恒大地产主页上，只出现在我的个人主页里。按说，我$恒大地产（3333）$就应该同时出现。我反复检查了，这些帖子确实都$恒大地产（3333）$了。我立即向雪球方丈投诉，很快，一位昵称“沈×”的技术人员回复：“已正常。”我再追问：“这么敏感时刻，澄清真相，驳斥谣言的帖子居然发不出来？暴跌当天唯独我连不上恒大地产群是怎么回事？群里都炸锅了！”就得不到任何回复了。当时有恒大地产股东开玩笑，不会雪球的人也参与做空恒大了吧？我呵呵一笑，那不至于。由于之后恒大地产股价跌到更低，这次技术故障其实也没给投资者造成实际损失，5月29日当天恐慌卖出的其实都有机会以更便宜的价格买回来。

“5·29”暴跌之后，我在博客中这样描述当时的心态：“大涨的时候，我的确抑制不住兴奋。但大跌的时候，我真的也不感到多么沮丧，而是平静地在高速公路开车，以及心平气和地在微信群里反驳对恒大和许家印的恶意攻击。这，就是价值投资的一个过程。……恒大的基本面没有任何不好的变化，股价的波动只是市场情绪的反映。……今天接到不少朋友问询，还有人后悔没在8港元卖出的。对于我这样认为恒大合理价应是8~20港元的，不可能在牛市8港元就减持，所以没有任何后悔。只要公司基本面越来越好，8港元、10港元、20港元以后都会见到，时间问题。”

“5·29惨案”之后的一个多月时间里，我一直在自驾游南下，沿途又顺便看了些恒大项目。4月21日出发前，恒大地产收盘价是5.09港元，7月1日回到深圳时，是4.63港元，如果算上分红除权0.54港元，几乎就是回到原点，一趟完整的过山车。但如果从2015年3月13日发布盈利预喜前的收盘价3.39港元算起，到7月8日股灾低点下探到3.04港元（复权3.58港元）的低点，就是一轮更大的过山车。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

7月2日（周二）至7月8日（周一），是市场极度恐慌的一周，每天都有大量投资者放弃抵抗，清仓解脱甚至爆仓出局。我和部分恒大小股东则一副不怕开水烫的样子，爱跌跌去，分红到了正好加仓。7月3日，格力电器和恒大地产非港股通账户的分红同日到账，我立即买了恒大地产。港股通账户的分红滞后几天，7月8日开盘才到账。看到股价几分钟内像瀑布一样从3.88港元狂泻至3.04港元，我立即手忙脚乱地下单抢购，终以3.37港元的价格成交。随后不久，恒大地产股价就被一股强大的力量拉上去了，很快大家意识到是重启回购了。在整个股市哀鸿遍野的时候，许老板没有让小股东痛苦太久，就适时地出手了。恒大的暴力回购甚至带动了整个A股的反弹。

2015年，凭借下半年管理层发动的三轮强势回购，恒大地产股价年底收报6.82港元，年内复权涨幅134.5%。经此一战，无数恒大小股东对许家印及管理层赞赏有加，自此成为恒大及许家印的铁杆粉丝。那一年，我个人也取得了专业投资生涯中的最大丰收，年度收益120%。不过，也有很多恒大小股东在这一年的剧烈颠簸中下了车，有在3.50港元阻力位下车的，有在7港元之上高位了结的，有在配股事故后受不了放弃的，有在股灾惨烈时因上了杠杆被迫减仓的。还有一位习惯于满仓单只股票的老战友殊为可惜，本来是想在回购结束前为回避股价回调而暂时下车做个波段，不料下车之后看上了一个市净率极低、有重组预期的小型绩差地产股，全仓买入后，再也未能回归恒大。

2015年12月31日，我在雪球发表了《三年价值投资终结》，文中写道：“杰出企业长期被资本市场严重低估，对于价值投资者实在三生有幸。只有长期低估，你才能有足够的时间对企业了如指掌，才敢不断加码重仓，才能最终赚到大钱。三年不鸣，一鸣三年。我预测，2015—2017年，我将在恒大地产上享受十倍收益。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2015年9月的一天，忽然接到恒大投资者关系部总监陈奋的电话，邀请我出席当晚在深圳举行的一场小型投资者交流会。一见面，陈奋就向大家介绍说：“这位就是‘正合奇胜’，很多投资者都问我他是不是恒大员工，都以为他是我们的‘托儿’，哈哈。”随后他向与会者介绍了我们两年多前认识的经过，却被我纠正多处。他接待过的投资者太多，有些事情显然是弄混了。其实，除了2013年我个人去恒大香港分公司做了一次调研外，我只组织翟敬勇、王文、初同新等几位私募界朋友一起参观过一次广州恒大集团总部。除此之外，我和陈奋之间，就只限于在每年两次的业绩发布会和一次股东大会上寒暄几句。

那日交流会结束时，陈奋邀请我给恒大新扩编的投资者关系部员工做一次培训，我欣然接受。大约两周之后，我去恒大香港分公司进行了交流，内容涉及股市如何凶险、价值投资者如何赚钱、怎样给企业估值、恒大该如何吸引长线投资者等。与会十几名帅哥美女，其中包括陈奋后来的继任者肖驰。

在与恒大投资者关系部成员的交流中，我始终恪守不打探内幕消息的原则。我在华为工作的多数时间，都是身处机密甚至绝密的机要岗位，深知此类岗位保密制度之严格。己所不欲勿施于人，不要给别人找麻烦。再说，做价值投资，低估买好公司股票长期持有，根本不需要靠内幕消息赚钱。

之所以被一些人当成恒大的“托儿”，主要是因为他们觉得我总是说恒大好，几乎不说恒大的坏话，这也确实如此。不过那时候，资本市场满世界都是说恒大坏话、等着看恒大笑话的人，恒大的各种“问题”被分析师、媒体来回翻炒，尽人皆知，我又何必再拾人牙慧呢？同样的事实基础上，我做出与众不同的解读，其实更有意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当然，有些时候，确实屁股决定脑袋，说得不够客观，有偏袒恒大、为其洗地的嫌疑。比如，恒大人寿的东风日产广告门，那确实是恒大不占理。又如，恒大冰泉的营销策略确实有问题。

经常有投资者问我，那恒大究竟有没有不好的地方？他们这么问的目的，是想看看我是否在和恒大“谈恋爱”，是否已经失去客观中立的立场。我多次强调，人无完人，企业也没有完美的企业。华为如今是国人心中神一样的存在吧？但以前曾经饱受争议，现在也并不完美。每次和华为老同事聚会，总能听到牢骚、抱怨的声音，最常听到的一句是：“华为现在跟你在的时候不一样了，官僚严重，人浮于事……”呵呵，其实我在的时候也差不多的，也有派系斗争、争功诿过，有形式主义、为了加班而加班，有个别领导刚愎自用、水平不高，还动辄对下属破口大骂，有个别拿着高薪的老员工躺在功劳簿上混日子……否则，任老板为何隔三差五地就要发动整风运动呢？但这些问题，都不是华为的主流，华为的主流是艰苦奋斗、自我批判、不让雷锋吃亏、让听得见炮声的人呼叫炮火，是像我老领导熊乐宁那样的不断进取、单昕那样的正直不阿，像我老同事冯伟雄那样的干一行爱一行、焦健那样的激情阳光自信。

说到恒大，很多与之有接触的人，都会如盲人摸象一般形成自己的印象，或正面，或负面，因个人的利益或好恶而不同。作为投资者，不应纠缠于局部，避免因局部印象草率下结论，而应该看主流，力争看到大象的全貌，并容忍瑕疵。听到有人批评恒大的房子设计老土时，也应该想想，恒大为何能在销售面积排行榜上数一数二？肯定有能打动几百万户业主的地方。看到恒大高息发债时，先别急着下结论，而应设法了解一下这些融资干什么用，能否赚取更高的投资收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

曾有一位国有银行总行的员工在微信群里分享了一个“笑话”，许家印要来拜访该行行长，恒大方面负责打前站的员工，提前到该行总行门口，丈量从下车点到大堂门口所需的步数。该行员工把这一细节当为笑谈，认为“谱”太大了。殊不知，恒大的礼宾接待团队平时就是这么注重细节。陈奋曾向我介绍，恒大接待重要客户时，要求候车的时间不能超过15秒。由于一些酒店、写字楼门口不允许长时间停车，这就需要司机接到指令恰到好处地开车过来，力求人到车到。不过，说恒大讲排场，也是事实，平常习惯简单随意的人看不惯是正常的，会觉得铺张浪费。

凡事都有两面性。恒大的一大优点是执行力强，董事局的指示可以在半个小时内传达到一线员工，可以被不折不扣地执行，像军队一样。但这有时也会成为缺点，特别是当高层的决策出现问题时，基层难以纠偏。比如恒大冰泉，事后看，许家印提的三年目标好大喜功，太急于求成了，导致执行层用力过猛，浪费了大量资源。还有前文提到过的东风日产广告门，也是执行力过强惹的祸。还有一次，我在雪球上看到一个恒大小供应商的控诉帖，经聊天得知，许家印在一次考察工地时，口头要求所有项目地下车库换地坪漆，手下人就立马一刀切执行，本来下给他的老物料订单说作废就作废了，赔偿的事也久久落实不了，他很气愤，投诉无门。当一家企业的员工全部唯上级命令是从的时候，就有可能出现损坏客户利益、损坏合作伙伴利益的现象。

此外，在精装修方面，恒大做得好的地方是通过统一招标、集中采购，确保了装修材料的品质，但在施工质量和售后维修服务方面还有较大的改善空间。如何保证施工质量是全行业共同的难题。精装修毕竟是由不同的技术工人具体施工的，纯手工操作，而工人技术水平参差不齐，劳动态度各不相同。大地产商肯定会压低报价，活都干完了才付款；包工头没拿到钱，肯定会延期支付工人工资，往往平常一个月就发1000元生活费，春节放假前才补齐；工人平常拿不到钱，干

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

活积极性、认真程度难免受影响。高水平的技工，都不愿意干这种活，都去大城市自己接零单了，收入高不少，干活就拿钱。据我所知，在国内某些地区，当地招聘的装修工人普遍技术水平较差，工作态度也不好，导致整个项目精装修小毛病很多、大毛病不少，业主意见很大。如果恒大的售后服务再跟不上，人手不足、返修不及时、多次修不好，业主的负面情绪就会一传十、十传百，严重影响恒大集团的口碑形象。

关于恒大，由于我投入的时间、精力很多，所以肯定比一般的投资者掌握的信息多很多。除了自己收集加工，也有别人告诉我的。注意，不是我主动打探，而是别人主动告诉我。为什么有人会主动告诉我？因为我先在网上无偿分享了我的研究成果，包括一些有深度的干货。一些读后觉得有收获、有共同语言的朋友就会和我互粉，私信聊天，回馈一些他们知道的东西。

对我帮助最大的，是一位“90后”小师傅。早在2013年，他看到我在东方财富股吧里经常发恒大地产的帖子，就开始互动了，他当时的网名叫“地产六巨头”。他对整个地产行业具有全局观，对前几十名的龙头都如数家珍，这对于刚开始研究房地产行业，只熟悉恒大、万科等少数几家地产商的我来说，帮助非常大。后来我搬到雪球了，他也注册了，昵称是“奋斗的小土豆”。我们也很快加了微信好友，经常听他在微信群里高谈阔论。他很聪明，从小数学好，又对各种富豪榜非常感兴趣，自称遍读古今中外的富豪发家史。他非常崇拜许家印，他家有亲戚曾在恒大任职，所以对恒大的一些往事有所了解，给我分享过一些。认识一段时间之后，我才惊奇地发现，他居然是名“90后”，当时还在韩国留学。回国后，他先供职苏宁，做房地产投资岗位。后来也曾想面试恒大，但恒大社招必须工作经验满5年，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不够格，就去其他地产公司了。他曾就地产商拿地时的评估模型指导过我，使我这个财务好的门外汉豁然开朗。遇到专业问题，我也会请教他。没有他，我可能写不出《地产股呆会计37题》。几年后，我才从照片中知道他长得敦实，才知道他真名叫仲雨。认识6年了，从没见过面，君子之交淡如水。

雪球昵称“火焰金睛Hevin”的兄弟我在香港见过几次，他擅长研究香港相关证券法规，一有这方面的问题，我就直接向他请教。“傲世浩天”是恒大童世界、养生谷方面的专家，对每个项目都了如指掌，后来自己也做了私募基金。“东方剑客”是恒大新能源汽车方面的专家，相关动态，如数家珍。“香喷喷的五花肉”，经常分享自己亲自做的各大地产商业绩发布会纪要，使我坐在深圳家里不劳而获。“惟圣”是一位在新加坡保险公司工作的恒大小股东，早在恒大2015年8月公告收购中新大东方人寿之前3个月，他就悄悄告诉我了。当然，这种没公告的小道消息，我从不外传，不过关于保险的问题，我会请教他。此外，“张沈鹏”“灰色钻石”等球友的分享颇有价值，线下还结交了“惊鸿”兄、“守正”兄等人品高尚的朋友。

整个2016年，回购没有再发生，中资投行唱多恒大的声音也几乎消失了，恒大股票的定价权似乎又重新回到外资投行手中。这种定价权，可以影响甚至决定股价短期的走势，而与企业基本面暂时脱钩。尤其是2016年四季度，在更名后的中国恒大这只香港上市的股票上，多家外资投行联手唱空做空，充分展示了强大的定价权。事后回顾，这也是空头“最后的疯狂”，而对于中国恒大的多头而言，则是黎明前的黑暗，伸手不见五指。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2016年10月3日中午，中国恒大公告拟分拆旗下恒大地产，与A股上市公司深深房重组。我一看完公告就兴奋不已，这是我投资恒大以来遇到的最大利好了，堪称超级重磅。其中最引人注目的内容，无疑就是恒大管理层对重组后的恒大地产做出的3年归母扣非净利润合计不低于888亿人民币的业绩承诺。虽然重组会使中国恒大股东对恒大地产业务的权益从100%下降到80%~85%，但如果3年888亿元的承诺能够兑现，可想而知，当时中国恒大不到700多亿港元的市值是何等低估？

当晚，我在雪球发表《深评中国恒大之地产业务拟借壳深深房登录A股》一文，指出即便中国恒大非地产业务的价值为零，以地产业务2000亿元人民币的估值，除以中国恒大的总股数，再折算汇率，也相当于每股17港元以上，这意味着，内地战投的入股价将是当时港股中国恒大市场价5.24港元的3倍多。很显然，如果引战及重组成功，对中国恒大的股价必将形成极大的牵引力，很可能成为股价暴涨的催化剂！

对于恒大公开做出的3年888亿元利润承诺，我认为实现起来毫无难度。早在2016年4月初刷新估值时，我就预测恒大的地产主业2017年至2019年归母扣非净利润期望值依次为201亿元、273亿元和323亿元，3年合计797亿元，对应的2016年至2019年合约销售额预测依次为3000亿元、3800亿元、4300亿元和4300亿元。然而，时过半年，这版预测已经显得十分保守了。一来恒大地产截至9月底的合约销售已超2800亿元，2016年全年肯定大超3000亿元；二来公告对2017年至2019年恒大地产合约销售额的承诺分别为4500亿元、5000亿元、5500亿元，也显著高于我之前的预测。规模大超预期通常会导致利润大超预期。而且，恒大上市以来，地产主业对外公开提出的业务目标，一向都能实现，还经常能大幅超额完成，更别提这种具有承诺性质的业绩目标，超额完成应该是大概率事件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而10月4日复牌后，我期望中的抢筹暴涨，空头惊慌回补的场面并没有维持几分钟，中国恒大的股价就冲高回落了，面对这一在A股足以出现*N*个涨停板的特大利好，在港股竟然只涨了8.2%，为什么呢？原来，摩根大通、麦格里、德银等常年唱空恒大的外资投行第一时间发布了相当冷淡的研究报告，维持跑输、减持或卖出评级，并保持4.10港元／股、2.81港元／股、1.97港元／股的目标价不变。其中德银1.97港元／股的目标价仅相当于230亿元人民币的市值，甚至不及恒大公开承诺的2017年一年的净利润。

有读者可能会问，这些投行也不能随心所欲地定目标价吧，总得有严谨的预测模型来支撑吧，比如预测未来3年的收入、利润？对，这些都是有的，但反正是预测，可以错得很离谱。例如，在2016年9月至2017年1月，外资投行为了支撑其1.97~5.8港元／股不等的目标价，即230亿~680亿元人民币不等的市值，就集体犯下了非常业余而低级的错误。明明2015年中国恒大的合约销售额已经突破2000亿元，2016年前8个月已经销售2300亿元，全年突破3000亿元不在话下，考虑交楼结算收入平均滞后一到两年的影响，就算你不相信中国恒大在战投承诺中给出的2017年2800亿元和2018年3480亿元的营收指引，你也应该轻松预测到，2017和2018两年的营业收入应该分别不低于2000亿元和3000亿元。但在2017年1月底前，无论是德银、美林、瑞信、摩根大通、高盛还是花旗，甚至还有内资的国泰君安香港、广发证券，对恒大2017年的营收预测都不超过1800亿元，对2018年的营收预测都不超过2300亿元。以花旗银行2016年9月中旬发布的一份目标价为5.8港元／股的中国恒大研报为例，其对恒大2017年、2018年的营收预测分别只有1592亿元和1745亿元人民币，进而推导出的归股东核心净利润依次为59亿元和66亿元。时至今日，我们已经看到，中国恒大2017年和2018年实际营收分别为3110亿元和4678亿元，归股东核心净利润分别为310亿元和487亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

知己知彼，百战不殆。如果投资者不但对所投资企业的基本面了然于胸，还知道做空这家企业的对手是怎么想的，知道他们错在哪儿，是否就胜券在握了呢？未必！你还必须有足够的耐心，熬时间，确保活到价值回归的那一天。反之，如果你急于求成，太过贪婪，大上杠杆，很有可能倒在黎明前。

到2016年四季度时，我跟踪恒大已经快4年了，对于外资投行的无视利好、指鹿为马、联手做空，我早已司空见惯。他们为什么这么做？是水平问题？真的看不懂中国房地产？有这个可能，但也不能排除是利益问题。有人分析，这或许与这些投行既是裁判员又是运动员有关。

像摩根士丹利、高盛、德银、花旗这样国际大型投资银行的业务范围往往十分广泛。除了对企业客户开展股票、债券的承销、并购、重组等业务外，一般都拥有券商、保险、资产管理等诸多业务牌照，以及专门经营衍生品的部门。其中，券商部门为了吸引机构和个人投资者开户，赚取二级市场交易佣金，就会供养一批行业分析师，写研究报告给大客户看。完备的业务范围，使得他们能够“一鱼几吃”。比如恒大这条“鱼”，一家投行可以承销恒大的股票、债券赚取承销费，抽取二级市场投资者买卖恒大股票、债券的佣金，出售恒大股票的衍生品吸引投机者对赌，出借恒大正股给客户卖空收取利息，等等。虽然行业监管会要求投行的这些业务相互隔离，但现实中能做到什么程度就不得而知了。

为追求利润最大化，资产的定价权对投行来说非常重要。如果股价按照他们的意愿上下起伏，他们的各项生意就能获取暴利；反之，如果股价不听话，他们是可能亏钱的。以衍生品业务为例，从2016年11月至2017年1月，汇丰、摩通、瑞信、高盛、麦银、法巴等投行发行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的几十支中国恒大认购证和牛证将陆续到期。这些认购证的行权价格大多在6港元／股上下，牛证的回收价格则在4~5港元／股。然而恒大地产与深深房重组、3年888亿元利润承诺这种重大潜在利好的发布，使投机者们强烈看好中国恒大股价上涨，从而大量买入了高杠杆的认购证和牛证，以期短期获得数倍暴利。但如果投行能联手把股价压制到5港元以下，所有认购证都将被清零，投机者将血本无归。

在这种背景下，哪家投行的分析师敢于率先大幅上调目标价，就是与全行业为敌。为了维持5~6港元／股的目标价和550亿~680亿元人民币的目标市值，花旗们就只能“预测”出每年不到100亿元的利润，为了维持1.97港元／股的目标价和230亿元人民币目标市值的合理性，德银们就必须“预测”出连年亏损。从“给定的”净利润倒推，营业收入就不能太高、毛利率就必须压低、费用率就必须做大。于是，投资者们就在2017年1月底之前收到了那样一些带有低级错误的研究报告。

理论上，为规避风险，投行发行看涨期权后应该同时买入一定比例的正股做对冲，衍生品业务的利润来源主要靠做市差价和手续费。但现实中，在这个与投机者的零和博弈中，投行更喜欢在规则允许的范围内，设法影响股价以获取更大的利润，剪投机者的羊毛。特别是当这些看涨期权即将到期时，众投行至少可以砸出手中用于对冲的正股，打压股票收盘价，使看涨期权暴跌甚至清零。为了便于在到期前默契地联手打压股价，投行往往喜欢扎堆发行多支到期时间十分接近的认购证。

除了抛出自己手中用于对冲的正股打压股价外，投行还可以“借刀杀人”，发布唱空报告诱导客户卖空。投行可以把自持或代持中小客户的正股借给想要卖空的客户，收取利息，还可以向其他投行或者自己旗下的大客户借来正股，再转借给客户卖空，赚些利息差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在2016年四季度的这轮投行集体做空中国恒大的行动中，一家香港本地的大行还使用了非常规手段来“策反”恒大股东。中国恒大股价还在5.30港元附近时，雪球恒大群中，一位昵称“守正兄”的朋友，当时在这家投行开设的账户中，持有一千多万股中国恒大正股，他给我们分享了下面的真实故事。11月下旬的某一天，他被那家投行的客户经理请到办公室，一位该行的董事合伙人亲自出马与之交谈，开门见山地指出守正兄持有这么多中国恒大的股票过于冒险，随后列举了恒大负债高、行业调控、重组未必成功三条看空理由，最后给出4.7港元／股的3个月目标价，还声称该行由于看空恒大，正在考虑发行新的看涨期权。其实在这次约谈之前的几个月时间里，守正兄还曾两次接到客户经理的电话，询问是否愿意出借所持恒大股票，并许以高达8%的年化利息，代价是在股票出借期间放弃卖出的权利。不过，由于守正兄本人就是小型开发商出身，深谙房地产行业门道，戏称自己就是被恒大、碧桂园淘汰出局的，他坚定看好恒大等龙头地产企业，当然不会轻易受门外汉影响。临别前，他反过来对该董事总经理预言，明年上半年，中国恒大股价见12港元。通过这个实例，我和其他恒大小股东才知道，原来投行还有这一招，其“定价权”之强大可见一斑。

12月9日，空头终于发动了总攻，中国恒大股价十连阴，从5.37港元跌至4.73港元低点，那家大行给出的3个月目标价不到一个月就兑现了。这轮下跌主要通过卖空达成。以12月20日为例，全天成交3853万股中，卖空高达1984万股，占比51.5%。又如，12月22日，当日总成交1606万股，但卖空比例竟然高达66.6%，也就是说，当天卖出的每3股股票中，就有2股是卖空！按照规则，卖空只能在“卖一”位置挂单被动等待成交，而不能砸“买一”主动成交，因此这些天，“卖一”处始终挂着大笔空单，压得股价抬不起头来。根据“深度数据网”的每日被动买卖成交数据推测，这些天卖空中国恒大的主力是在摩根士丹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

利、德国银行、瑞银证券、瑞信证券、摩根大通、美银美林、高盛亚洲、汇丰证券等券商开户的账户。

在这最为黑暗的时刻，我不停地在雪球上发表心灵鸡汤。我对那些战斗经验不够丰富的小股东说：“你只需明白，卖空的必须买回，他们往往为了赚钱不择手段，写抹黑文章、发唱空报告，目的就是低位买走你手中的筹码平仓。别忘了，咱们做多是有分红的，他们卖空却要倒贴利息，空头打不起持久战。咱恒大就是在空头的炮火中成长为世界最大的房地产商的。这次做空与以往也没什么两样，眼一闭就过去了。”

此轮做空，输得最惨的是看到重组利好后，重仓买入中国恒大短期、高杠杆看涨期权的投机者。很不幸，从2016年11月至2017年2月到期的几十只中国恒大认购证，无一幸免地到期清零了。在衍生品泛滥、股票中短期价格可以被操纵的“成熟”的香港股市，企图投机暴富者往往成为被宰的羔羊。鉴于期权产品的凶险，早在2016年10月5日，我就特意在雪球发表声明：“一律不回答衍生品的问题，一律不建议新手碰衍生品。”

不过，由于空头欺人太甚，以及重组利好下中长期极大的胜算，忍无可忍的我决定再用一次看涨期权杠杆。当时我75%的仓位是中国恒大正股，25%是格力电器。我分几批卖出了近10%仓位的格力电器，换成了中国恒大的认购证组合。格力电器当时并未接近合理价，此次减持纯粹因为有显著更好的机会。为增加安全性，防止空头短期恶意操纵股价，我主要布局了2017年7月和12月到期的杠杆不太高的远期认购证，仅有0.9%仓位配置了2017年2月到期的高杠杆认购证。后来，这笔高杠杆认购证不幸清零了，而大部队则“迎来了解放”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从2016年底收盘价4.83港元算起，到2017年10月25日盘中高点32.50港元止，中国恒大股价累计飙升573%！上涨的过程已在本书前面的章节中详细描述过，这里不再重复。本节只想讲讲中国恒大的中长线股东们，在这一轮暴涨行情中都是如何决定卖出的。

卖出最早的代表是一位雪球大V，知名私募基金经理“大帅哥”。当他看到并不靓丽甚至有些难看的中国恒大2016年年报后，当即宣布次日清仓，卖出的价格在6.20港元左右，并发誓跌到3港元也不买，甚至认为恒大有利益输送嫌疑。我认为，这位私募基金经理当时做出这样的判断，主要与他对恒大投资时间还不够长、研究还不够深入有关，被财报上一些表象迷惑了。其实企业的短期财报是有较大调节空间的，去年做得更难看，可以使今年更靓丽。财报数字只代表过去，股价理应反映未来的长远预期。这位大V后来意识到了误判，果断重仓了融创中国，他管理的基金取得了相当好的业绩。

第二波卖出高峰，是在回购的中后期。经历过多轮恒大式回购的投资者，早已总结出规律，每轮回购前大半段都是连续拉升的过程，而临近尾声及结束后则会回吐涨幅。面对创出历史新高的股价，越来越多喜欢波段操作的投资者选择在8~9港元/股卖出回避，想等股价回调到7港元以下再买回来。不过，大部分人没能成功买回来。

第三波卖出高峰，为10~17港元。卖出者中有很多牛散，有的持有多年、成本低至2港元，有的是近期赶来蹭热点波段参与的。持股多年的老股东普遍具有价值投资的理念，对所买股票有自己的独立判断，别人的分析仅做参考。他们认为，这就是中国恒大的合理内在价值了，后面的钱留给别人赚了，卖出时感谢许家印、感谢恒大全体员工、感谢战友，互道珍重。另外一些蹭热点的牛散，思维比较开放，并不排斥地产股，会周期性地参与，但地产股并非他们的主力仓位，中国平安、贵州茅台、格力电器、招商银行等大蓝筹是他们的最爱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于阶段参与的股票，他们并不追求从鱼头吃到鱼尾，而更喜欢吃鱼中段。

第四波卖出高峰在20港元之上。除了波段参与的游资外，还有一些是我的长期铁粉。7月27日，中国恒大收盘23.80港元，我发了一帖《各位先撤，我掩护》：“最近两天的大涨，部分长线战友受不了了，卖出或部分减持了。可以的，只要是按你的计划在执行。送战友，祝投资顺利、继续发财。什么是长线大牛股？腾讯、格力那样的，最多两三年就会刷新历史新高，不断增长的业绩推动股价震荡攀升。冲高回落后好多年一蹶不振的不算。不是长线大牛股，其实最好不要推荐别人买。因为你先买了，喊别人来抬轿，股价昙花一现，你最后又先出了，让别人站岗，这不厚道。长线大牛股无所谓，让别人先走，我掩护。”

最后，也有一些长线小股东涨到30港元都没卖出或者仅少量减持，这些铁粉大多完整地经历过2015年的过山车，充分信任许家印，愿意继续紧抱这位新晋中国首富的大腿，仅雪球恒大群里就有“火焰金睛Hevin”“脸大不显个阿”“坚守价值”“Daniel_Lien”“一战恒大定江山”“秋日私语mm”“守望者zs”“伟大的渺小mb”“kenan”以及香港同胞“Lxman”、台湾同胞“Peter-a720103”、新加坡侨胞“惟圣”、马来西亚侨胞“Mefantong-饭桶”等。当然，还有我。

按照价值投资的卖出准则，在2017年的暴涨行情中，我仍然没有减持正股。一是因为股价还是没有进入减持区间，二是因为当时牛市中也找不到显著更低估的个股。不过，我还是重复2015年的套路，把被空头逼迫买入的那近10%仓位的认购证，分批减持，并第一时间买成正股。由于事先无从知晓此轮股价上涨的高点，我预定了一个计划，从正股股价7港元开始到20港元为止，分多批卖出认购证。到2017年三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

季度末，我已经清空认购证，而所持正股数量比2016年底再度大幅增长。

2017年底，中国恒大报收26.95港元，全年涨幅458%。我个人账户由于有认购证的助力，年度收益810%。假设完全任由空头欺负，减持格力电器时不买入认购证而买入中国恒大正股，大概的收益率将是450%。

按照2015年雪球恒大股票群中群友的约定，恒大股价突破10港元后，我由“团长”升为“师长”；突破15港元，升“军长”；突破20港元，升“司令”。不过，在2017年中国恒大股价站稳10港元后，我主动修改了晋升条件，要求20日线站上20港元才升“军长”，站上40港元才升“司令”。尽管如此，我在“师长”的位置上还没坐热，就于2017年8月29日宣誓就职“军长”了。这也是很多朋友现在称呼我为“军长”的由来。

我多年来发的帖子，影响了数百上千名懂中文的投资者，共同分享到恒大以及其他内房龙头股的盛宴，为此我深感荣幸。但坦率地讲，在拥有强大定价权的外资投行面前，我的这些帖子影响不了股价，我们这些小散、牛散、小型私募基金的力量还是过于弱小了。必须承认，恒大股价的价值回归，都要拜管理层多次大手笔回购和大金主刘銮雄入场所赐。所谓定价权，短期不是看谁占理，而是取决于多空双方谁投入的真金白银更多。当然，长期来看，价值迟早会被人发现，不是刘銮雄，也可能是李銮雄、张銮雄。

其实，大约从2014年恒大地产股息回报率高达14%起，我就一直纳闷，恒大股价这么低廉，许家印为何不邀请他的好朋友们入伙？为什么没有实力雄厚的大基金慧眼识珠呢？当时恒大地产的流通股市值不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过区区一百亿人民币，随便一个大机构出手就可以当上二股东。后来许家印也的确多次在国内巡回路演，对象包括大型公募基金、知名私募基金、大型保险公司，无奈，成见太深，无人识货。一直等到2017年，我终于等来了刘銮雄。无论是许家印主动邀请刘銮雄来分一杯羹也好，还是刘銮雄主动心仪被严重低估的恒大股票也罢，这都不重要了。对华人置业和刘氏家族来说，长远来看，以平均不到20港元／股的成本成为中国恒大的二股东，即便只是长期拿分红，也能笑出声来了。

据说2017年有被打爆的空头曾向香港证监会投诉中国恒大操纵股价，但得到的答复却是：“一切都在规则允许范围内。”一想起2015年的“5·29惨案”、2016年底黎明前的黑暗，长期被欺压的恒大长线小股东们不禁有一种“报应不爽”的快感。

2017年8月底中报发布后，我对中国恒大的最新估值区间上调到了[30港元，58港元]。10月初，恒大集团授予8000多名管理层和骨干员工7.4亿股股票期权，行权价30.20港元／股，相当于我给出的估值区间下限。

股价高于内在价值区间下限，我自己就不会买了，也不会忽悠别人买。2017年10月28日，我在雪球上发了一个标题比较嚣张的帖子：《30.20胆敢做空恒大？来多少，埋多少！》，文中称：“我知道有不少战友近期逢高减持了恒大，30.20港元以上，我不建议谁买，大家根据自己的要求回报率和其他投资机会自愿买卖。30.20港元以下，两三年内绝对安全，预期回报不菲。找不到其他更好机会的，尽管杀回来活埋空头。”

不过从那时起至今，中国恒大的股价在30.20港元／股之下已经长期盘整了近两年。又是一轮漫长的等待，不知是在等待下一次估值提升？还是在等待下一批慧眼识珠的金主？抑或是在等待中国恒大从杰出企业向伟大企业的跃迁？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2013年初至2017年底，是我职业投资生涯第一个完整的5年，复合收益85%，5年依次是7%、31%、120%、-22%、810%。假设完全不用个股期权，5年估计为8%、40%、85%、-12%、450%，复合收益68%。无论哪个结果，都可以使我的家庭实现财务自由了。不过，如果统计或比较长期投资业绩，我更愿采用后面一组数据，因为个股期权的使用只是权宜之计，好运气不可复制。其实，资金体量越大，越没有必要使用流动性很差的衍生品。

虽然说，财务自由是2017年实现的，但这其实只是“七个馒头”中的最后一个，感觉吃饱的那一个，如果没有前面六个馒头的积累，单吃第七个没有用的。前面六个馒头是什么呢？包括在父母供养下读书17年，打下了数学、企业管理、财务会计等理论基础；包括在中国最好的企业华为努力工作11年积累的对投资非常有益的经验和阅历，以及第一桶金；包括工作不久就读了罗伯特·清琦的畅销书《富爸爸，穷爸爸》，培养了财商，并在生活中坚持投资优先、克制可选消费，积攒下可用于投资的本钱；包括离职后二次学习，拜读投资大师著作、考CFA、在东方港湾实习并成长为职业价值投资者；以及运用所学，发现机会，咬住不放，持续加码，一战成功。

常有朋友问，财务自由的标准是什么？很多一线城市家庭，因为房产升值，家庭净资产一两千万甚至更高，但一旦不工作，也不愿意卖房子，还房子月供都成问题，这样不能算财务自由。财务自由也不应是节衣缩食或者隐居世外的生活，而应是自己真正想过的生活，包括理想的城市、理想的消费水平，有能力帮助别人，从不为钱发愁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从定义上讲，财务自由的家庭的“被动收入”应该显著大于生活开支，家庭成员是否工作纯凭兴趣。那什么是被动收入呢？在《富爸爸，穷爸爸》中，作者把因工作产生的收入称为主动收入，把无须工作就能自动产生的收入称为被动收入。被动收入包括但不限于：持有公司股票的分红，持有债券的利息，持有出租房产的租金，书或其他知识产权的版税，特许经营权许可收入，等等。总之，因为拥有某些资产，你可以什么都不干就获得的收入就是被动收入。具体到股票这种资产，如果你还必须时常盯盘买卖股票，那你所赚的价差其实属于主动工作收入，而什么也不干，每年定期收取的分红就是被动收入。华为在职员工的股票分红属于主动收入，因为离职后公司就会回购股票；而华为退休员工被允许保留的公司股票所得的分红，就属于被动收入。

如果非要说一个具体的数字门槛，那我觉得，在有满意自有住房且无按揭的前提下，每年的被动收入不少于家庭常规开支的3倍，才能算财务自由。因为常规消费是逐年增长的，还可能会有例外大宗开支，被动收入起码要有一大半用于再投资添置资产，才能保障被动收入也是不断增长的。

此外，我认为，财务自由还有一道心理门槛，与每个人对自己投资能力的自信心密切相关。现实中，有些人哪怕有上亿元资产仍然会感到不安全，因为自己缺乏理财技能，经常上当受骗。而财商高、善于投资理财的人，对赚到的钱，有信心守得住，还能不断增值，往往更容易获得财务自由的心理感觉。

通过投资取得财务自由的人是幸运的，必须感恩这个大时代。如何饮水思源，回报社会，是下一步应有的人生思考。自豪的是，作为中国恒大股东，每年都能够跟着公司做慈善。2018年中国恒大慈善捐款40亿元左右，如果你拥有万分之一的恒大股票，相当于你也捐了40万元。除此之外，力所能及地帮助亲朋和有理想的年轻人、弘扬正能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

量、愿意为优质产品买单、愿意为满意的服务支付小费、不与低收入者讨价还价都是可选项。另外，写这本书，如果能对部分人有所帮助和启发，应该也算对社会小有贡献。

2018年元旦，我在雪球发表了《价值投资总结：第一个五年》，文中简述了价值投资理念、行业选择、财务自由的心路历程等，前文讲过，不再重复。这里特别提一下价值投资的业绩衡量方法。

大多数投资者都喜欢以“年”为单位总结得失，我认为这个周期长短适度。然而，以一年的业绩做排名比较，就很难说明问题了，虽然有些网站甚至以3个月为单位做基金业绩排名。其实，原本我也是比较重视年度业绩的。在2015年底写的《三年价值投资总结》中提到：“自2012年底专业进行股票投资以来，未在其他方法上试错，直接走上了巴菲特价值投资的康庄大道：只投资好公司，只在足够低估时买入，长期持有至高估卖出。2013年全年收益个位数，2014年两位数，2015年三位数。三年复合收益48%。某一年的收益是个位数还是三位数，有偶然性，取决于重仓股当年的表现。我在乎的是，90%的年份不要亏损，尤其要避免两位数的亏损。”当时我强调避免年度亏损，是因为巴菲特在最近50多年的投资生涯中，只录得两次年度亏损，我认为这是他老人家长期取得卓越业绩的关键。

话音未落，我就被打脸了。2016年，我立即就取得了一个两位数的亏损，年度回撤高达22%。其实，如果要想使2016年不亏损或者不发生两位数亏损，并不很难，我只需在年初减持上一年涨幅过大的恒大地产，持仓适度分散化，保留一定比例的现金就可以了。然而无论在当时还是后来，我都毫不后悔当时接近满仓恒大的抉择。有些大机会，十年一遇，为了短期业绩好看而错过，得不偿失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到2016年底，我就跟一些朋友说，价值投资，业绩一年一算太短视，偶然性比较大，合适的周期是5年，即要算“任意连续5年的复合收益率”。为什么是5年？其实巴菲特就特别喜欢用连续5年的复合收益率去和同期的指数比较，而淡化一年的收益率。当然，一年的收益率必须算出来记录在案。事实上，从1965年起到2012年止，44个连续5年的复合收益率，巴菲特都是跑赢或者大幅跑赢指数的。然而，从2009年至2013年这个5年开始，巴菲特就一直跑输指数了。为什么呢？一个原因是巴菲特钱太多了，配置太分散了，而更重要的原因是从2009年起美股连续牛市10年了。经验表明，不爱用杠杆的价值投资大师们往往牛市业绩并不突出，但在熊市总能大幅跑赢市场。

另外，价值投资者深信，市场短期无效，长期有效。但多长才算长期呢？以恒大这个比较特殊的案例来看，至少需要5年。从2013年初以确信低估的价格买入第一笔恒大地产股票算起，1年后仍然深度套牢，2年内都不曾解过套，第3年才在回购的非市场力量干预下实现了不错的回报，第4年又有反复，到第5年价格才初步回归价值。如果把我投资宇通客车、格力电器、万科A等其他股票的经验都算上，以每一笔买入为单位，1年后有百分之六七十的交易有浮盈，百分之三四十的交易被套；2年后大约90%的交易浮盈，10%的交易被套；3年后还没有浮亏的记录，但价值回归得未必充分。但如果能持有5年，我想，即便股价仍然是低估的，也应该可以获得令人满意的复合回报了。反之，如果一只股票买了5年复合回报率还较低，那十有八九是因为公司不够好或者买得不够便宜。

如果不和大盘比相对收益，只谈绝对收益，任意5年的复合收益率，多少才算及格、正常、超常呢？我认为，在资金规模百亿元以内、不用杠杆、没有天灾战乱的情况下，任意连续5年复合收益15%即5年翻倍是及格线，40%以上是超常发挥或者运气好。5年翻倍是价值投资者的最低业绩门槛，如果达不到，应该是投资体系出问题了。如果10年才翻倍，相当于复合7%，那买理财产品就可以了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有第一个5年的大丰收做基础，我在制定第二个5年的整体投资策略时更加强调防御性。第一，原则上弃用衍生品杠杆，见好就收，不给券商报仇的机会。第二，在合适的时机适度分散仓位，希望在第二个5年末能逐步分散到3个行业的5~7只股票上。第三，更加强调个股基本面的确定性，在可获得满意预期收益的情况下，不必冒险追求更高收益。来日方长，不争朝夕。

在实际执行时，从2018年起，我已经把衍生品的买入上限限定在1%仓位以内。由于2018至2020年，地产行业可能仍是最好的投资机会，我没有急于为了分散而分散。整个2018年，仍然是满仓地产龙头，以防御性好的中国恒大为大本营，让子弹飞。

事实上，在2018年中美贸易摩擦的背景下，A股、港股都走出了大熊市行情，个股普遍腰斩、膝盖斩，不少蓝筹大白马也跌幅巨大。在市场整体暴跌时，由于恐慌，中国恒大等地产龙头也遭到抛售，年内三次跌幅超过33%，其中一次甚至高达43%。但是由于本身估值低、中报业绩超预期、高分红以及二股东刘銮雄护盘，中国恒大表现出很好的防御性，每次随市场大跌之后都能独立拉起，分别在4月、8月、12月三度年内浮盈。年终，以人民币为本位币，我的组合年度收益-4%。虽再次录得年度亏损，但基本保住了第一个5年的胜利果实。

2018年9月20日，我在雪球发表了《投资的攻守之道》一文，其中谈到财务自由前后的心态变化，即“财务自由之前主攻，之后主守”。文中谈到，对于已经实现财务自由的人，无论是如何实现自由的，价投也好，投机也罢，自由之后，首要的目标就是不返贫，其次才是继续增值。这时的持仓，好公司、足够低估是最基本的，而稳定增长的高分红特别重要，更加强调可以放心持有5年、10年。牛熊变幻难以预测，但稳定增长的高分红能使你以轻松的心态穿越牛熊。财务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自由人士没有必要再与别人比赛收益率，只要能令自己满意即可，比如任意连续5年复合15%~35%。建议组合：六至九成高派息低估好公司；一至四成更低估但分红少的好公司。对于尚未实现财务自由的人，适当的进取心是有必要也是可以理解的，只需明白“欲速而不达”。抓住绝佳的机会下重手是通往自由之路，但在密切跟踪一家企业三年以上、充分信任管理层之前不要满仓或太重仓位，否则可能会在股价剧烈波动时发生动摇。是否能放心持有5年、10年不是太重要，尚未实现财务自由的人更关心未来一两年能涨多少。不过，配置一定仓位可以安稳睡觉的“压舱石”还是有必要的。建议组合：四到七成低估黑马好公司，三到六成低估大蓝筹好公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后记　POSTSCRIPT

一、关于本书

从2017年10月12日开始动笔，到2019年6月2日交初稿，历时598天，我终于完成了这部40余万字的书稿，如释重负。写书，既是对过往的总结，也是一种放空。放空自己，腾出空间，就又可以如饥似渴地学习新东西了。

这是我第一次写书，此前写过的最长的文章，要属5万字的硕士毕业论文。坦率地讲，由于毫无实践经验，那篇毕业论文局限于理论推演，不接地气。如今这本书，终于能理论结合实战，以自己的原创内容为主，虽不以文采见长，但可称干货满满，应能弥补当年之憾。学生能写书，首先想感谢的是所有授业恩师，以小学班主任祝铭训老师、中学班主任张荣华老师、研究生导师吴晓云教授为代表。弹指一挥，离开校园整整20年了。2019年10月17日恰逢南开大学百年校庆，作为一名普通校友，谨以拙作献礼母校。

由于怕被催稿，我并未主动联系出版社，只在雪球网上零星发布了写书的进展。2019年元旦后，清华大学出版社责任编辑施猛在雪球网上私信了我，双方一拍即合，一路合作愉快。交稿之前，师弟王博在试读部分章节时提出过中肯建议。交稿之后，清华大学出版社文稿编辑王欢非常认真细致地进行了校对和润色。

我希望，读完此书，读者朋友们不会觉得价值投资很容易，而是能够体会到价值投资知易行难，做好价值投资需要知识、技能、经验等方面的长时间、全方位的积累。查理·芒格在一次演讲中强调，做好投资需要具备普世智慧，投资者有必要掌握数学、会计学、经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

学、管理学、金融学、工程学、心理学等多门学科中八九十个思维模型。

我非常不建议缺乏积累的年轻人过早地沉迷于炒股票，幻想着短时间赚快钱，那根本不是投资，十赌九输、久赌必输，既难赚钱还会严重影响正业，得不偿失。对绝大部分年轻人而言，应该先全身心地投入到事业中，优秀企业的工作经验、创业经验以及丰富的人生阅历都会对理解投资有重大帮助。到大约35岁以后，事业小有成就，再用闲钱开始价值投资比较妥当。当然，对自身的财商教育越早开始越好，即便你的专业与投资不相关，你仍然可以利用业余时间阅读投资大师的著作，自学相关知识技能和思维模型。

二、关于人生

按照心中理想的规划，我的职业生涯应该分成多个阶段，每个阶段10年左右，各有不同的主题。第一阶段是在华为那11年激情燃烧的岁月。能为中国最优秀的企业效力，毕生荣幸。对所有帮助过我的老领导、老同事，我都心存感激，尤其是对我有知遇之恩的熊乐宁、单昕、南来顺、许安东、邢宪杰等几位领导。此外，特别感谢将我带进华为的引路人——南开师兄张志奇和付天学，没有两位的强力推荐，毫无通信行业背景的我应该会成为外企雇员。

从2010年3月算起，我的职业生涯进入了第二阶段，弹指一挥，至今也9年有余。经过最初两年半的自学准备，我走上了价值投资的康庄大道，特别感谢引路导师东方港湾的但斌先生。好时代成就好公司，好公司成就投资者。欣逢盛世，结缘恒大、格力等中国顶尖企业，通过投资实现财务自由，使我得以更加从容地选择未来的人生。本书的写作，算是对第二阶段的总结，也是感恩时代、回馈社会的一种形式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以此书的出版为里程碑，我的职业生涯也将从第二阶段跨入第三阶段。价值投资是可以一直做到老的事业，我肯定会持续做下去，但第三阶段也应该加入一些新鲜的元素。做私募基金其实是一种顺理成章的选择，但截至目前我尚未想明白的是，财务自由之后，去帮助一群已经很富有的人变得更加富有，对自己、对社会的意义何在？如果能有机会打理社保基金或者慈善基金，我倒是不会计较报酬，可惜我暂不具备相关资格。此外，从事财商教育事业也是长期以来的一种构想，或为未来某个阶段的选择之一。

幸福的婚姻是投资者之大幸，我娶了一位好太太。当我决定离开华为开始新的冒险时，她无条件地给予支持；在我的投资尚未取得丰收前，她通过自己的辛勤工作贡献着本金；在我们已经实现财务自由之后，她还是舍不得自己的事业，仍然勤俭如故。至于父母，养育大恩不言谢，唯有行动报答之。

三、交稿之后的恒大

随着中美贸易争端的反复、人民币阶段性快速贬值、外资暂时撤离避险等原因，香港股市自2019年5月起再度陷入低迷。中国政府进一步规范地产商融资，明确不靠房地产刺激经济，使得内房板块整体回撤较大。其中，中国恒大跌幅很大，到2019年8月底，较3月21日的阶段性高点下跌已达46%。这段时间里，股票投资者看到的是中国恒大大手笔投入新能源汽车带来的不确定性风险，是恒大前8个月房地产主业销售暂时同比下降，是恒大因交楼节奏不均匀导致2019年上半年报表阶段性利润减半，是恒大因深深房重组一推再推的2018年度分红……宏观、中观、微观利空的叠加，使得多家内房龙头股相对于2018年利润的静态市盈率跌回6倍左右，中国恒大则跌到5倍。本书第十六章第二节讲到，5倍多的市盈率，意味着这些龙头地产企业未来5年的归母

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

净利润将复合下降10%，5年后只能维持在2018年净利润的60%左右。现实真的会如此悲观吗？抑或又是一个买入良机？

有朋友建议我的书推迟出版，等恒大股价回升后再上市，我认为不必。好机会是跌出来的，企业长期的基本面没有变化，股价越低，本书对读者的意义越大。恒大仍然是那家有理想、有思路、有战略、有执行、大干快上、日新月异的企业。越是宏观经济低迷、大多数企业收缩求稳时，恒大越敢于逆市投资，这既是对中国经济的信心表现，也是优势大企业的责任担当。从6月初交稿至今，短短4个多月，恒大又发生了很多新故事。

房地产销售方面，恒大集团趁着“金九银十”发动了较大力度的全员营销，于2019年9月以826.6亿元的惊人数据刷新了世界房地产行业单月合约销售额最高纪录，也使市场对恒大能否完成年度销售目标的担忧烟消云散。

新能源汽车方面，恒大可谓动作频频：6月11日和15日，恒大先后与广州和沈阳市政府签署战略合作协议，打造南北两大新能源汽车生产基地；6月29日，原国能汽车开发的NEV93车型量产下线，专门针对商业运营机构客户；7月23日，恒大与德国hofer动力总成集团成立合资公司；7月28日，恒大与国家电网合资成立国网恒大智慧能源服务有限公司，旨在为新能源汽车提供住宅小区用电低谷智慧充电解决方案；8月28日，恒大新能源汽车“恒驰”商标亮相亚冠赛场；9月2日，恒大与德国BENTELER、FEV集团合作，获得新能源汽车3.0底盘架构知识产权；9月9日，恒大向全球开放招聘8000名汽车人才；9月11日，许家印在参加德国法兰克福车展的当晚，同时宴请了60多位汽车工程技术和零配件龙头供应商；9月16日，许家印奔赴意大利宾法集团总部，实地考察了“恒驰”新车型设计进展……在2019年8月28日的中期业绩发布会上，恒大集团董事局副主席夏海钧博士介绍了恒大新能源汽车的路标计划：与柯尼塞格合作开发的第一款高端跑车计划在2020年3月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的日内瓦车展亮相；恒大新能源汽车研发团队已经同时着手开发包括轿车、SUV、MPV在内的全车型、全系列15款新产品，预计从2021年底开始陆续实现量产销售。

文化旅游产业是恒大集团继足球之后的又一个营销平台和流量入口，数以亿计的中外游客将在未来5到10年内畅游恒大遍布全国核心一二线城市周边的数十个大型文化旅游项目。拥有华东地区唯一蓝海的启东恒大海上威尼斯已经有多年成功运营经验；超大手笔打造的中国海南海花岛计划于2020年盛大开业；全国15个恒大童世界已布局完成，预计从2021年起陆续开业；20至30个恒大水世界正在全国选址；包含农业旅游观光的恒大高科技农业小镇也已经开始全国布局。

健康养老产业方面，截至2019年6月底，全国已布局16个恒大养生谷，未来3年计划布局50个以上，预计从2021年起陆续开业。

金融产业方面，盛京银行于2019年6月20日公告拟增资扩股，其中第一大股东中国恒大的持股比例有望由17.28%增加至36.4%，成为实际控制人。

早在我动笔写书一年之前，中国恒大就启动了旗下地产业务与深深房的重组，如今我的书都写完了，此项重组尚未完成。我心目中的5家中国杰出民营企业——华为、腾讯、阿里巴巴、恒大、万达——至今主业还无一登陆A股市场，这对于A股的投资者来说，不能不说是一件憾事，希望是好事多磨罢。

四、中国恒大（HK.3333）的价值

多元发展的中国恒大（HK.3333），应该怎样估值？不同阶段，估值方法有所不同。现阶段，我建议分成下面几块资产分别估值：

（1）恒大地产集团业务；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（2）文旅、健康、汽车集团旗下配套的可售住宅业务；

（3）新能源汽车制造业务；

（4）主题乐园、酒店、购物中心、医院、养生谷会所、高科技农业基地及其他自营或收租业务；

（5）盛京银行、恒大人寿及恒大财富管理业务。

其中，前3块资产是当前估值的重点。

第（1）块资产是拟分拆与深深房A重组的恒大地产集团业务，包括遍布全国200多个城市的800个左右的地产开发项目，已确权及待确权的土地储备面积约3亿平方米，其中仅深圳旧改的可售货值就超过1.2万亿元。重组后的恒大地产集团料将维持低速增长，按照本书第十二章第四节的模型推演，这块业务的净负债水平将很快回归健康，并成为稳定的现金奶牛，年利润规模800亿元上下，其中约60%归中国恒大（HK.3333）所有。

第（2）块资产是文旅、健康、汽车集团旗下的配套住宅开发业务，这些项目不参与深深房重组，中国恒大（HK.3333）平均权益占比90%以上。此类项目具有面积巨大、开发周期长、地价成本低、升值潜力大、毛利率高、销售回款因购房者全款分期比例大而滞后等特点。同样根据第十二章第四节的模型推演，这块业务在2020年之前将拖累中国恒大的资产负债表，但苦尽甘来，随着交楼高峰的到来，将成为中国恒大未来5年最重要的利润增长点。

第（3）块资产是新能源汽车制造业务，注定是恒大集团未来最大的变数，成则有望再造一个恒大，败则可能成为恒大集团数年内的包袱，当然还有各种折中的可能性。根据产品研发路标判断，即便在乐观的情况下，新能源汽车业务在2022年之前也不可能贡献利润，要想成为集团显著的利润增长点，最快也要5年之后。而在最悲观的情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下，汽车业务数百亿元的累计投入都有可能计提亏损，大约相当于恒大地产业务一年的净利润。

第（4）块文旅、健康、高科技农业等产业的自营及收租业务，其实已经通过第（2）块的配套住宅业务产生的利润收回了全部固定资产投资，但此处为避免重复计算，我们应该剥离出来单独估值，综合考虑其运营收入、成本和固定资产折旧。其中，有些业务可望快速实现盈利，有些由于前期营销投入大需要运营两三年后才能盈利，有些出于战略目的可能会长期亏损。但无论如何，2022年之前的盈亏金额都不会太大，我们不妨等海花岛开业后再做展望。

至于第（5）块金融业务，如能充分利用恒大集团自身产业优势，稳扎稳打，长期来看应该是可以为恒大集团持续贡献利润的。短期内，不妨仅考虑这些金融牌照本身的价值。

综合来看，拟与深深房重组的地产集团是中国恒大（HK.3333）未来5到10年的稳定利润源泉，其他产业集团配套的可售住宅业务是5年内的利润增长点，而变数最大的新能源汽车产业既可能是5年后的利润增长点，也可能亏掉恒大集团大概一年的净利润，至于其他多元化运营业务和金融业务，暂时不作为估值重点。以上分析思路仅供参考，读者可以根据自己对每块业务的判断酌情加减。

最后再次声明：全书内容不作为投资建议，读者任何相关投资行为，后果自负。

正合奇胜

2019年10月17日于深圳